

公司拐点向上，短期维生素业绩弹性巨大

公司深度

浙江医药是我国脂溶性维生素、抗耐药抗生素、喹诺酮类抗生素的主要生产基地。公司坚持生命营养品、医药制造类产品双主业，生命营养品方面做强做大，医药方面由原料药向创新药、高端医药制剂产业转型升级。

◆**短期受益于维生素价格暴涨，业绩弹性巨大：**2017年10月30日 BASF 柠檬醛装置火灾停产，影响维生素 A 和 E 产能，供需关系改变，使得维生素 A 和维生素 E 出现连续上涨。公司维生素供不应求，业绩弹性巨大。维生素业务处于拐点，一方面公司维生素 A 和维生素 D3 新产能投产，给公司的维生素板块带来新的增量；另一方面，从维生素结构来看，随着维生素 A 和维生素 D3 新产能投产，品种结构更为均衡，维生素业务过分依靠维生素 E 系列品种的情况得以改善。

◆**高端制剂出口即将迎来收获：**公司在高端抗生素原料和制剂方面积淀深厚，具有垂直一体化的优势；同时公司“无菌喷雾干燥”技术平台全球领先，借此打造的 505(b)(2) 高端制剂出口平台建设完成，向 FDA 申报的万古霉素、达托霉素有望陆续获批，结合公司在高端抗生素特有的原料药优势，后续品种将陆续进入申报，有望形成公司特色的高端制剂产品线。

◆**创新药即将迎来收获：**公司自 2006 年就开始布局创新药研发，累计投入超 15 亿，已形成以抗感染、抗肿瘤为主的 3 大 1 类创新药管线，16 年 8 月 1.1 类创新药奈诺沙星胶囊剂上市，17 年 6 月奈诺沙星注射剂报产，预计 18 年上市，未来胶囊剂+注射剂有望成超 10 亿级别大品种。同时公司的 1 类生物创新药 HER2-ADC 抗体偶联药物在澳大利亚和新西兰的 I 期临床实验进展顺利，在美国已获批 I 期临床，国内也已进入 I 期临床。

◆**盈利预测与投资建议：**预计公司 2017-2019 年的营业收入为 53.17/72.19/71.46 亿元；净利润为 3.81/12.86/10.31 亿元；每股收益分别为 0.39/1.33/1.07 元，结合分部估值和绝对估值结果，给予浙江医药整体估值 204 亿元，对应目标价 21.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险提示：**维生素价格下跌；维生素新技术出现导致行业格局变化；奈诺沙星注射液审批受阻；高端制剂平台审批受阻；原材料大涨的风险；安全生产的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4,497	5,279	5,317	7,219	7,146
营业收入增长率	-6.95%	17.40%	0.72%	35.76%	-1.01%
净利润（百万元）	162	450	381	1,286	1,031
净利润增长率	-4.68%	178.18%	-15.32%	237.28%	-19.80%
EPS（元）	0.17	0.47	0.39	1.33	1.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.45%	6.45%	5.13%	14.95%	11.15%
P/E	85	30	36	11	13
P/B	2	2	2	2	1

资料来源：wind，光大证券研究所预测

买入（首次）

当前价/目标价：14.20/21.12 元

目标期限：6 个月

分析师

裴孝锋（执业证书编号：S0930517050001）
021-22167262
qiuxf@ebsecn.com

林小伟（执业证书编号：S0930517110003）
021-22167311
linxiaowei@ebsecn.com

联系人

肖亚平
021-22167335
xiaoyaping@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：9.66
总市值(亿元)：137.12
一年最低/最高(元)：8.86/16.68
近 3 月换手率：145.23%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.41	31.91	7.99
绝对	-6.27	26.79	21.51

投资要件

关键假设

- (1) 假设 2017 年公司维生素产品的销量与 2016 年相比无较大波动, 各产品价格主要依据对市场报价的合理预测, 并根据市场实际情况对报价以合理的系数调整为公司销售价格。假设左氧氟沙星系列销售额增长 3%, 盐酸万古霉素(原料药+国内制剂)为 2016 年的 90%, 替考拉宁系列收入同比增速为 5%, 米格列醇收入同比增速为 50%, 苹果酸奈诺沙星营业收入为 500 万元, 医药商业收入同比增速为 5%;
- (2) 假设 2018 年公司维生素 E 销量同比增长 1000 吨, 维生素 A 同比增长 700 吨, 维生素 D3 同比增长 300 吨, 其余维生素产品与 2017 年相比无较大波动, 各产品价格主要依据对市场报价的合理预测, 并根据市场实际情况对报价以合理的系数调整为公司销售价格。假设左氧氟沙星系列收入同比增速 3%, 盐酸万古霉素(原料药+国内制剂)收入同比增速为 10%, 替考拉宁系列收入同比增速为 5%, 米格列醇收入同比增速为 50%, 达托霉素原料药收入为 1.6 亿元, 苹果酸奈诺沙星收入同比增速为 300%, 制剂出口(盐酸万古霉素)收入为 5000 万元, 医药商业收入同比增速为 5%;
- (3) 假设 2019 年公司维生素 A 同比增长 700 吨, 维生素 D3 同比增长 100 吨, 其余维生素产品与 2017 年相比无较大波动, 各产品价格主要依据对市场报价的合理预测, 并根据市场实际情况对报价以合理的系数调整为公司销售价格。假设左氧氟沙星系列收入同比增长 3%, 盐酸万古霉素(原料药+国内制剂)收入同比增长 5%, 替考拉宁系列收入同比增长 5%, 米格列醇收入同比增长 40%, 达托霉素原料药收入同比增长 12.5%, 苹果酸奈诺沙星收入同比增长 200%, 制剂出口(盐酸万古霉素)收入同比增长 700%, 医药商业收入同比增速为 5%;

我们区别于市场的观点

公司维生素业务处于拐点, 一方面其维生素 A 和维生素 D3 有新的增量; 另一方面, 维生素品种结构更为均衡, 维生素业务过分依靠维生素 E 系列品种的状况得以改善。

公司在高端抗生素原料和制剂方面积淀深厚, 具有数十年的积累, 产品技术难度高, 市场前景良好, 为其医药制造业务奠定坚实基础。公司无菌喷雾干燥技术是一个平台技术, 若获批后, 不仅万古霉素、达托霉素有望进入美国市场, 后续品种将陆续进入申报, 有望形成特色的高端制剂产品线。

公司奈诺沙星胶囊剂受限于仅口服剂型获批, 放量缓慢, 若注射剂获批后, 有望迅速打开市场。同时公司的 1 类生物创新药 HER2-ADC 抗体偶联药物安全性高, 有独特的技术特色, 目前进展顺利。

股价上涨的催化因素

公司维生素价格继续上涨; 公司维生素 A 和维生素 D3 市场份额上升; 苹果酸奈诺沙星注射液获批; 公司无菌喷雾干燥制剂平台获得 FDA 批准; 苹果酸奈诺沙星销量上升; 公司制剂出口销量上升;

估值和目标价格

我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.39/1.33/1.07 元，结合分部估值和绝对估值结果，给予浙江医药整体估值 204 亿元，对应目标价 21.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

投资风险

- (1) 公司目前营养品板块主要为维生素品种，在主营收入中占比大，如果维生素价格出现下跌，主营收入下降，公司利润收窄；
- (2) 公司在维生素行业耕耘多年，若维生素新技术出现，具有成本优势，导致行业格局发生变化，公司维生素业务面临市场份额萎缩，价格下跌，收入下降，公司利润收窄；
- (3) 苹果酸奈诺沙星受制于仅有口服剂型获批，注射液获批将对产品放量至关重要，如果审批受阻，将影响公司创新药业务增长；
- (4) 公司无菌喷雾干燥制剂平台，需要获得 FDA 批准，方可进入美国市场，若审批受阻，将影响公司制剂出口业务增长；
- (5) 公司生产原料如异丁烯、乙炔、胺类以及酯类等化工品价格大涨，公司成本上升，利润收窄；
- (6) 公司生产主要属于化工生产过程，若有安全生产问题，对公司的正常运营以及利润均有较大影响。

目 录

1、 浙江医药：国内维生素与抗耐药抗生素龙头.....	7
1.1、 公司概况	7
1.2、 公司主要业务	8
1.3、 公司优势显著	9
1.4、 市场对公司认识的预期差	12
2、 生命营养品板块：行业龙头之一	14
2.1、 维生素需求刚性，价格处于历史高位	14
2.2、 维生素 A 市场格局良好，价格跳涨	16
2.3、 行业产能收缩，维生素 E 价格上涨	18
2.4、 生物素全球产量前五，价格上涨	19
2.5、 维生素 D3 产能收缩，公司有望跻身第一梯队	21
2.6、 营养品板块短期受益于价格上涨，处于中长期拐点	22
3、 医药制造板块：原料+制剂一体化促出口升级，创新药迎来收获.....	23
3.1、 原料药：具备技术和规模优势，高端抗生素品种齐全	23
3.2、 制剂板块：抗感染制剂占优势，新医保品种米格列醇具潜力	26
3.3、 创新药：奈诺沙星注射剂有望获批，抗 HER2-ADC 药物进展良好	29
3.4、 制剂出口：高端 505(b)(2) 制剂出口平台，即将迎来收获	33
3.5、 保健品板块：结合原料优势和制造优势	36
4、 小结：维生素弹性巨大，公司迎来成长拐点	37
4.1、 短期维生素业绩弹性巨大	37
4.2、 公司迎来成长拐点	37
5、 盈利预测	38
5.1、 关键假设和分项收入预测	38
5.2、 盈利预测	39
6、 估值水平与投资评级	39
6.1、 相对估值	39
6.2、 绝对估值	40
6.3、 估值结论与投资评级	41
7、 风险分析	41

图目录

图 1: 浙江医药股权结构和成员企业	7
图 2: 浙江医药发展大事记	7
图 3: 浙江医药 2016 年各业务板块营业收入占比	8
图 4: 浙江医药 2016 年各业务板块毛利占比	8
图 5: 浙江医药历年研发费用及扣除医药商业收入占比	10
图 6: 浙江医药历年研发人员数量	10
图 7: 浙江医药昌海生物厂区规划图	11
图 8: 浙江医药昌海生物环保资源厂一隅	11
图 9: 公司经营活动现金流量净额和投资活动现金流量净额 (亿元)	12
图 10: 公司 2007 年以来货币现金、长期借款 (亿元) 以及负债率	12
图 11: 浙江医药季度主营收入与净利润 (亿元)	12
图 12: 浙江医药季度净利润 (亿元) 与维生素 E 季度均价 (元/千克)	13
图 13: 浙江医药净利润与折旧 (亿元)	13
图 14: 维生素 E 市场报价均价与公司维生素 E 毛利率	13
图 15: 2015 年维生素应用在饲料的比例	15
图 16: 2012 年来部分维生素品种价格波动情况	15
图 17: 2016 年全球维生素 A 市场份额占比情况	16
图 18: 维生素 A 工业生产的技术路线	17
图 19: 维生素 A 价格走势图 (元/千克)	17
图 20: 维生素 E 工业生产的技术路线	18
图 21: 2017 年全球维生素 E 主要产能分布	19
图 22: 维生素 E 市场报价均价与公司维生素 E 毛利率	19
图 23: 维生素 E 价格走势图 (元/千克)	19
图 24: 2015 年生物素下游应用结构	20
图 25: 2010-2015 年生物素需求及产量情况 (吨)	20
图 26: D-生物素工业生产的技术路线	20
图 27: 2015 年生物素 (折纯品) 产量占比情况	20
图 28: 2010-2015 年浙江医药生物素市场占有率	20
图 29: 维生素 H (生物素, 含量 2%) 价格走势图 (元/千克)	21
图 30: 维生素 D3 工业生产的技术路线	21
图 31: 维生素 D3 价格走势图 (元/千克)	22
图 32: 公司部分高端原料药品种结构式	24
图 33: 公司盐酸万古霉素原料药产量 (吨)	25
图 34: 公司盐酸万古霉素系列收入、毛利率 (亿元、%)	25
图 35: 公司替考拉宁原料药产量 (Kg)	25
图 36: 公司替考拉宁系列收入、毛利率 (亿元、%)	25
图 37: 2017 年国内样本医院喹诺酮类销售占比	27
图 38: 国内喹诺酮类市场规模及增速	27
图 39: 注射用左氧氟沙星市场规模及增速	27
图 40: 2016 年国内样本医院注射左氧氟沙星竞争格局	27
图 41: 国内盐酸万古霉素市场规模及增速 (亿元、%)	27
图 42: 国内替考拉宁市场规模及增速 (亿元、%)	27

图 43: 2016 年国内万古霉素重点城市医院销售格局.....	28
图 44: 2016 年国内替考拉宁重点城市医院销售格局.....	28
图 45: 中日两国 α -糖苷酶抑制剂市场规模 (亿美元)	28
图 46: 米格列醇重点城市公立医院销售额.....	28
图 47: 米格列醇重点城市公立医院销售占比.....	29
图 48: 公司药米格列醇销售额 (亿元) 与市场份额.....	29
图 49: 浙江医药创新药在研产品线	30
图 50: 左氧氟沙星、莫西沙星和奈诺沙星化学结构式.....	30
图 51: 无氟喹诺酮类药物在研与上市情况.....	31
图 52: 抗体偶联药物的组成	32
图 53: Kadcyla (T-DM1) 全球销售额变化情况.....	32
图 54: 主流已上市 HER2 靶向药物销售额 (2011-2016)	32
图 55: 国内 HER2-ADC 类药物研发情况	33
图 56: AMBRX 公司股东	33
图 57: 注射用盐酸万古霉素美国市场规模 (亿美元)	35
图 58: 达托霉素美国市场规模 (亿美元)	35
图 59: 公司保健品产品	36

表目录

表 1: 浙江医药主要产品情况.....	9
表 2: 浙江医药营养品板块主要产品.....	14
表 3: 公司维生素各品种销量与产能 (吨)	23
表 4: 公司现有与拟规划原料药产品线主要产品情况.....	24
表 5: 公司纳入国家医保目录主要产品情况	26
表 6: 米格列醇国内药品批文.....	29
表 7: 奈诺沙星未来市场规模测算.....	31
表 8: 美国 FDA 药物批准途径	34
表 9: 国投创新投资部分医药项目情况	34
表 10: 2017-2019 营业收入及成本预测	38
表 11: 可比公司的 PE 比较.....	40
敏感性分析	41
估值结果汇总.....	41

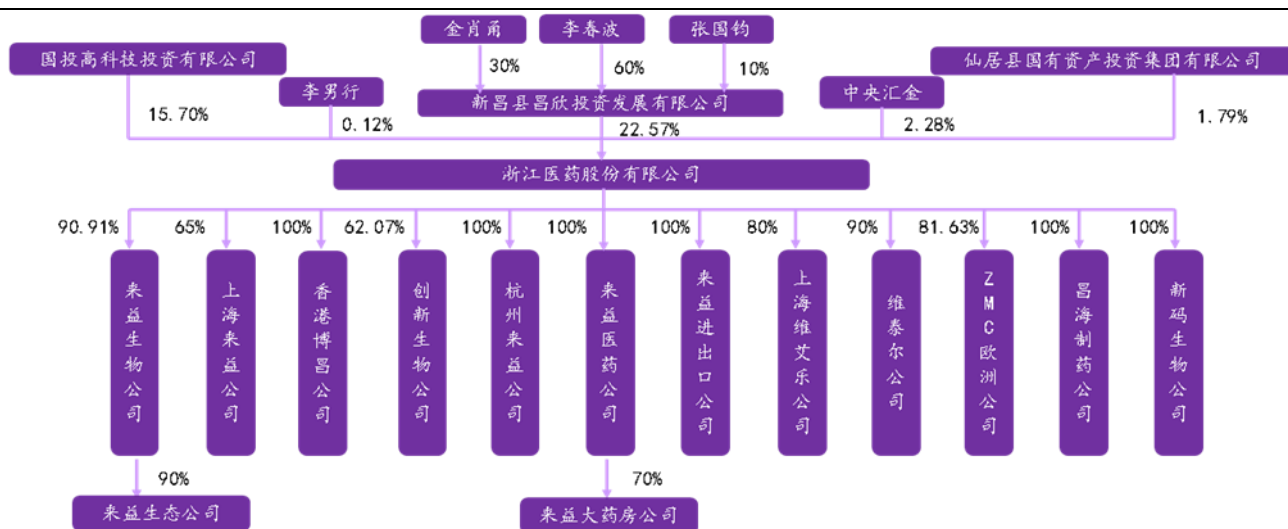
1、浙江医药：国内维生素与抗耐药抗生素龙头

1.1、公司概况

浙江医药股份有限公司是由原浙江新昌制药股份有限公司、浙江仙居药业集团股份有限公司和浙江省医药有限公司等企业以新设合并的方式组建于1997年5月16日的大型股份制制药企业，并于1999年10月21日在上海证券交易所挂牌上市，股票代码 600216。主营业务为生命营养品、医药制造类产品的销售及医药商业，是一家全国医药大型综合性化学制药企业。

2002年，公司原第一大股东新昌国有工业总公司根据新昌县政府有关精神进行改制变更，新昌县财政局将其股权转让给公司管理层李春波、金彪、张国钧三人，公司变更为非国有控股有限责任公司，并更名为新昌县昌欣投资发展有限公司。李春波持有昌县昌欣投资发展有限公司60%股权，成为浙江医药实际控制人。

图 1：浙江医药股权结构和成员企业



资料来源：公司年报

图 2：浙江医药发展大事记



资料来源：公司官网，公司年报，光大证券研究所整理

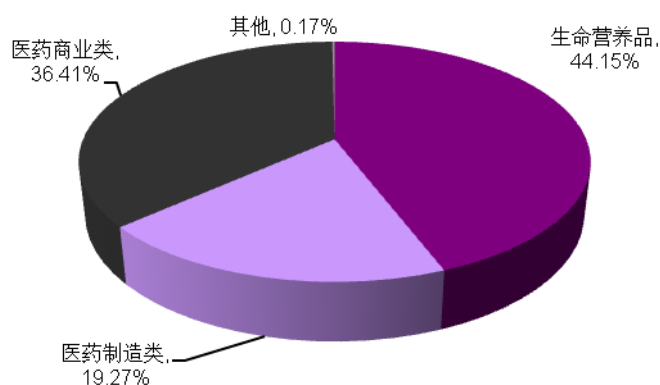
公司自创立以来，始终坚持大力推进“品质标准化、管理国际化、科研原创化、资本市场化”进程，坚守医药主业，坚持“三高二低一结合”的产品开发战略和“质量领先、树立品牌”的市场开发战略，发展一步一个脚印，公司在2009年被浙江省人民政府列为浙江省工业行业龙头骨干企业，2017年被列入2016年浙江省高新技术企业百强。

1.2、公司主要业务

浙江医药是我国脂溶性维生素、抗耐药抗生素、喹诺酮类抗生素产品的主要生产基地。主要产品包括生命营养品、医药制造类产品。

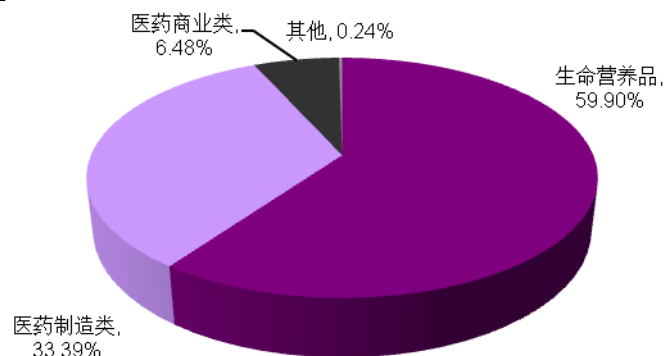
公司2016年生命营养品板块收入为23.28亿元，占总收入（52.74亿元）的44.15%；毛利为8.96亿元，占总毛利（14.96亿元）的59.90%。医药制造类板块收入为10.16亿元，占总收入的19.27%；毛利为4.99亿元，占总毛利的33.39%。医药商业类板块收入为19.20亿元，占总收入的36.41%；毛利为0.97亿元，占总毛利的6.48%。尽管公司近年来业务多方向发展，维生素板块仍然在其业务中占主导地位。

图3：浙江医药2016年各业务板块营业收入占比



资料来源：公司年报

图4：浙江医药2016年各业务板块毛利占比



资料来源：公司年报

生命营养品主要为合成维生素E、天然维生素E、维生素A、维生素H、维生素D3、辅酶Q10、β-胡萝卜素等脂溶性维生素和类胡萝卜素产品。生命营养品板块公司合成维生素E产量国内最大，为全球第二大生产商；天然维生素E产量为国内最大，为全球第三大生产商；β-胡萝卜素和斑蝥黄素是全国最大、全球第三大供应商。

医药制造类产品主要为盐酸万古霉素、替考拉宁、本苄醇、蒿甲醚等医药原料药和高端抗生素、糖尿病药物等医药制剂。公司所产盐酸万古霉素及替考拉宁已占全球产量的40%以上；公司制剂产品乳酸左氧氟沙星注射液（商品名“来立信”）国内市场占有率达20%以上，注射用盐酸万古霉素（商品名“来可信”）国内市场占有率达30%以上，注射用替考拉宁（商品名“加立信”）生产规模为国内最大。

创新药物方面，2016年，公司取得了创新药苹果酸奈诺沙星原料药及其胶囊的生产批文。奈诺沙星注射剂已完成三期临床并已上报，药物有效性和毒性不存在风险，审批风险较小，有望在2018年获批上市。抗HER2-ADC

药物进展良好，在澳大利亚和新西兰的 I 期临床实验进展顺利，在美国已获批 I 期临床，国内也已进入 I 期临床。

高端制剂出口方面。公司“无菌喷雾干燥”技术平台全球领先，借此打造的 505(b)(2) 高端制剂出口平台建设完成，向 FDA 申报的万古霉素已经接受 FDA 审计。

表 1：浙江医药主要产品情况

业务板块	主要产品	具体情况
生命营养品	维生素 A	5000 吨/年，产能位居全球前五
	维生素 E	20000 吨油/年，合成维生素 E 为全球第二大生产商；天然维生素 E 为全球第三大生产商
	维生素 D3	新装置 1500 吨产能，有望跻身第一梯队
	维生素 H	全国第四大生产商
	β-胡萝卜素	全国最大，全球第三大供应商
	斑螫黄	全国最大，全球第三大供应商
医药制造类产品	原料药	盐酸万古霉素原料药、替考拉宁原料药（两者占全球 40% 原料药市场份额）、本茆醇、嵩甲醚等
	创新药	苹果酸奈诺沙星、HER2-ADC 抗体偶联药物
	制剂	来立信（乳酸左氧氟沙星注射液）、来可信（注射用盐酸万古霉素）、加立信（注射用替考拉宁）、来平（米格列醇片）、来婷（黄体酮胶丸）等
	保健品	来益牌天然维生素 E 软胶囊、来益牌叶黄素咀嚼片、好人心牌辅酶 Q10

资料来源：公司官网，公司年报，博亚和讯，光大证券研究所整理

1.3、公司优势显著

（1）双主业优势：

公司主营业务围绕生命营养品、医药制造类两大主业，涵盖众多品种，看视繁杂，实则两个主业均围绕着化学合成和生物发酵两大技术平台，在两大技术平台有着 60 年的积累，技术实力雄厚。

公司医药制造类涵盖了化学原料药及其制剂产品、保健品等细分行业。化学原料药主要包括抗耐药抗生素原料药和抗疟疾药。两者在技术平台上相辅相成，部分中间体和原料共用，借助自身特有的高端抗生素原料药的研发能力和产品品质，公司实施了产品线向下游制剂的纵向延伸，其制剂产品覆盖了公司具有独特生产优势、技术含量高、市场潜力大的喹诺酮类抗生素、抗耐药抗生素及天然维生素 E 胶囊，具有原料药和制剂垂直一体化的优势。

公司大力推进“品质标准化、管理国际化、科研原创化、资本市场化”进程，坚守医药主业，坚持“三高二低一结合”的产品开发战略和“质量领先、树立品牌”的市场开发战略，以技术创新作为企业发展的核心动力，产品重心从原料向制剂转移，销售市场从国内向国内国际并重转移，保持生命营养品行业优势地位，进一步推动特色原料药和制剂的发展，实现从普通医药化工企业转型升级为世界领先的制药强企的长远目标。

（2）研发优势

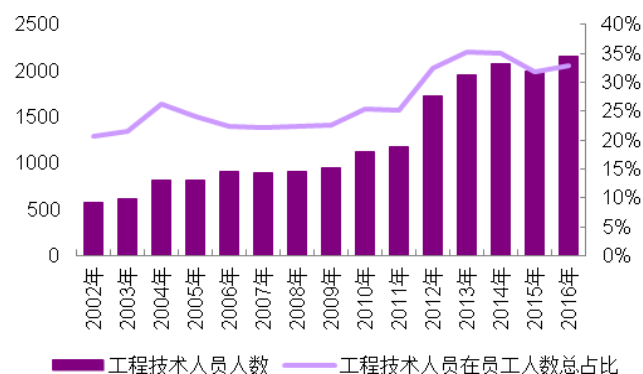
公司注重研发，研发投入较大，近年来维持在 2 亿元上下，占扣除医药商业的主营收入 6-7% 左右。公司的工程技术人员人数基本逐年上升，达到 2100 人以上，总员工人数占比达到三分之一左右。

图 5：浙江医药历年研发费用及扣除医药商业收入占比



资料来源：公司年报

图 6：浙江医药历年研发人员数量



资料来源：公司年报

公司在研发上已经取得了不错的成绩，2008 年 10 月就被认定为高新技术企业。公司新昌制药创新药物研发团队 2009 年被认定为首批省重点企业技术创新团队。浙江医药企业研究院 2012 年 12 月被列为重点企业研究院。2012 年公司获得浙江省技术创新能力百强企业第一名。2016 年公司被列入浙江省高新技术企业百强。

在维生素产品领域，公司已经建立了工业绿色化学和活性成份的微胶囊化两个技术平台。在原料药和制剂方面，公司在抗耐药抗生素、喹诺类抗生素、抗疟药以及糖苷酶抑制剂类糖尿病药物等研发、生产及市场开拓上具备了较强的优势和国际竞争力。在创新药领域，公司建立了专业化新药筛选平台，研究开发多种具有自主知识产权的原创性新药。目前有 3 个创新药物处于临床 I 期到等待批生产的各个阶段。

专利方面，截止 2017 年 10 月 31 日止，公司累计申请国际、国内发明专利 550 项，授权发明专利 285 项，其中国际发明专利申请 157 项，国际授权发明专利 55 项。

(3) 硬件设施优势和环保优势

2011 年 7 月 6 日，公司全资子公司浙江昌海生物有限公司在绍兴滨海新城举行奠基典礼。整个昌海厂区计划用地 1280 亩，主要建设生命营养品、特色原料药及制剂出口等三大生产基地。项目计划总投资 78 亿元，基本按照欧洲标准设计，为浙江省重点建设、重大工业项目。

昌海新厂区建设完成后，陆续通过相关机构的审计，有利于提高公司生产能力，有望转化成生产力。2016 年，公司昌海制药左氧氟沙星、盐酸米诺环素和喷昔洛韦三个产品通过德国官方审计并取得欧盟 GMP 证书。2018 年 1 月，公司创新生物获浙江省食品药品监督管理局颁发的食品生产许可证，认证车间分别为年产 5 亿粒的软胶囊车间和年产 5 亿片的口服固体制剂车间，

园区工厂采取通过机器替代手动操作，有效推进了产业升级。以 2 万吨维生素 E 油生产车间为例，每年节约人工成本超 2500 万元，节约原辅料成本 1000 万元，能耗成本下降 6600 万元，工业用水下降 60%。

图 7：浙江医药昌海生物厂区规划图



资料来源：公司官网

图 8：浙江医药昌海生物环保资源厂一隅



资料来源：公司官网

在环保治理方面，公司从产品研发、项目立项、项目设计、项目实施及生产运营全过程，最大限度地减少污染物的排放，减少后续末端治理的成本和压力。多年来，公司已淘汰了几十个污染大、成本高的低附加值产品。

公司投资 4.1 亿元建立环保资源厂，环保投资占昌海园区总投资的十分之一，早在 2012 年，公司投资 7000 余万元，引进了国际一流的德国 DURR 公司一套 RTO 和两套 VAR 焚烧炉设备，可处理工业废气、危险固废和废水，这也是国内第一家引入最彻底的废气处理方式的企业。公司与德国 DURR 公司合作成立环保战略合作基地，并且和中国工程院任南琪院士合作成立了环保类院士专家工作站。目前，昌海生物环保资源厂三套从国外引进的焚烧炉，每年可产生 7000 多吨饱和蒸汽，产生效益 2000 万元左右；尾气、水蒸气的排放达到了欧美发达国家标准，堪称循环经济典范。

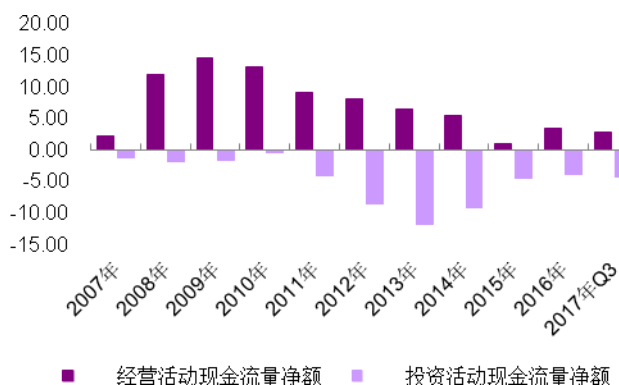
公司秉承可持续发展理念，决定其在硬件和环保设施的高标准、超前投入，公司在第四轮环保督查下仍正常开工，体现其环保治理的水准。在环保要求趋严的背景下，环保已成为企业核心壁垒，公司环保优势明显，确保运营平稳。

(4) 财务状况良好

公司当前财务状况良好，各项财务指标较为安全稳定。从现金流来看，公司经营活动产生的现金流量净额从 2007 年来，一直处于正值，投资活动产生的现金流量净额在 2013、2014 年达到峰值，结合其规划和在建工程，资本开支暂告一段落，未来有望步入收获期。

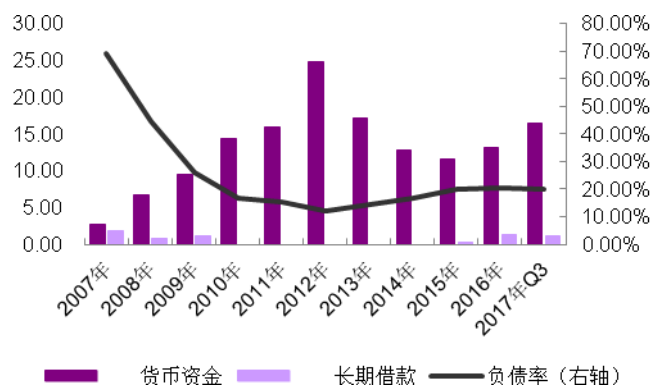
近年来，公司货币现金维持在 10 个亿以上，长期借款在 1 个亿左右，主要与维生素业务盈利水平良好相关。公司负债率从 2012 年达到底部后，缓慢上升至 20% 左右，债务水平的缓慢增长，体现其稳健经营的理念。

图 9：公司经营活动现金流量净额和投资活动现金流量净额（亿元）



资料来源：Wind

图 10：公司 2007 年以来货币资金、长期借款（亿元）以及负债率

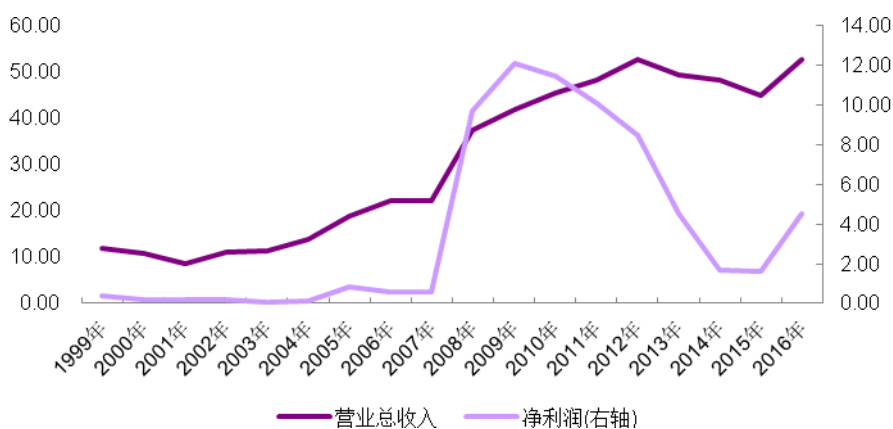


资料来源：Wind

1.4、市场对公司认识的预期差

2008 年以来，公司营业收入维持在 50 亿元上下，近 5 年营业额在 45.0 亿-52.8 亿元之间波动。2008 年-2012 年，公司净利润在 9.77 亿元到 12.14 亿元之间。2012 年以后，公司业绩持续低迷，净利润在 2015 年降至低谷，仅不足 2 亿元，2016 年才略有回升。是什么原因造成公司利润释放较差呢？

图 11：浙江医药季度主营收入与净利润（亿元）



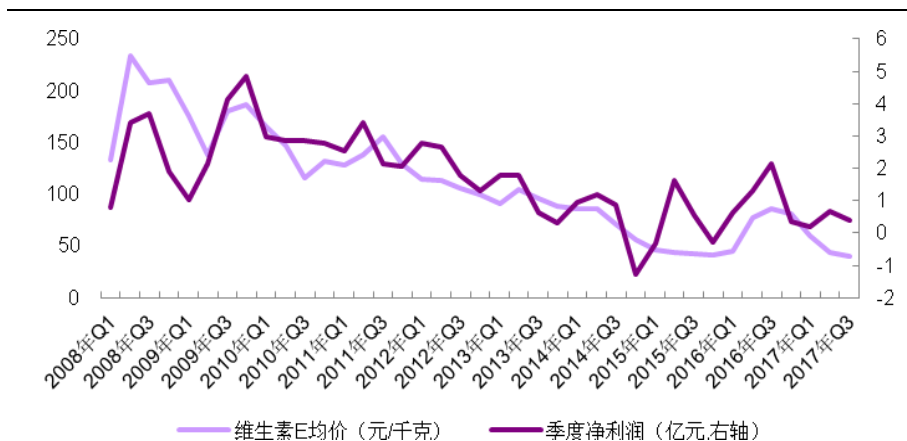
资料来源：Wind

经过对公司历史情况梳理与研究，我们认为，公司业绩不佳的主要原因有以下几点：公司维生素产品结构主要为维生素 E 系列品种；医药业务成长的长周期；研发投入高；厂区搬迁。

产品结构不同引发利润走势差别，公司利润与维生素 E 价格高度相关。公司之前的产品结构中，维生素 E 及其衍生品占了较大份额，合成维生素 E 与天然维生素 E 的营业收入均占了总营业收入的 30% 上下。公司季度净利润与维生素 E 季度均价存在高度相关性。

2013 年以后，维生素 E 价格相比维生素 A 价格低迷，一直处于下跌之中，维生素 A 在 2014 和 2016 年出现明显上涨。以维生素 E 为主要产品的浙江医药，利润受到较大影响。

图 12: 浙江医药季度净利润 (亿元)与维生素 E 季度均价 (元/千克)



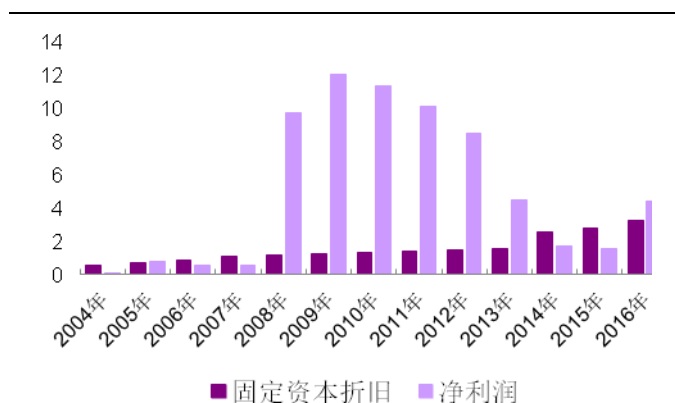
资料来源: Wind

医药业务成长的长周期。公司将医药作为未来主要发展方向。医药行业前期投入大,投入周期长,审批认证周期长,业务成长周期长,需要持续投入。公司对医药板块不断的资金投入对公司利润有较大影响。以昌海厂区的原料药、制剂车间为例,该项目投入约 14 亿元,年折旧以及人工等开销较大,冲销公司利润。目前,公司已有多个药品通过或即将申请通过 FDA 认证。随着 FDA 审计与批准,公司医药制造板块有望释放利润。

公司研发投入高。公司注重研发,研发投入较大,近年来研发投入都维持在 2 亿元上下,占扣除医药商业之后主营收入的 6-7% 左右。较高的研发费用在一定程度上也会拖累公司业绩释放,但对于未来发展至关重要,公司未来有望受益于前期大量研发投入所带来的收益。

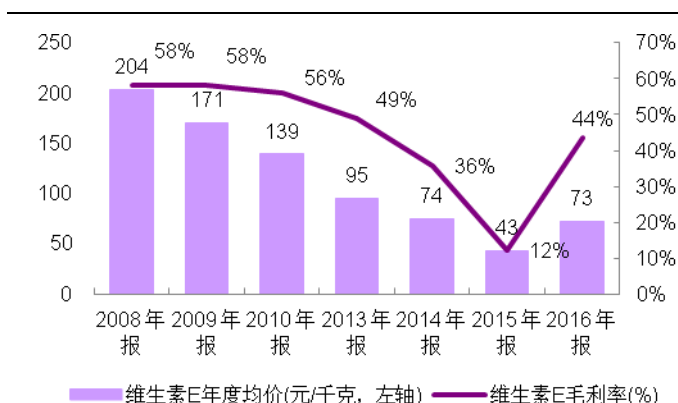
厂区搬迁对公司业绩的影响。公司袍江生产基地由于区位原因需要搬迁,2014 年底至 2015 年初,公司 2 万吨维生素 E 油生产线搬迁进入昌海生产基地。在调试阶段,其生产成本明显偏高,影响了公司利润。2016 年公司袍江生产基地搬迁在即,减值准备计提 6290 万元,冲销利润,影响业绩。公司在 2016 年维生素 E 均价与 2013 年相差 22 元/千克的情况下,毛利率与 2013 年接近,印证了公司维生素 E 成本控制有较大进步。未来公司完成搬迁后,产能将得到充分释放,低成本高产量,将增厚公司销售收入与利润。

图 13: 浙江医药净利润与折旧(亿元)



资料来源: 公司公告

图 14: 维生素 E 市场报价均价与公司维生素 E 毛利率



资料来源: Wind

2、生命营养品板块：行业龙头之一

公司所经营的生命营养品主要为合成维生素 E、天然维生素 E、维生素 A、维生素 H、维生素 D3、辅酶 Q10、β-胡萝卜素等脂溶性维生素和类胡萝卜素产品。其合成维生素 E 产量国内最大，为全球第二大生产商；天然维生素 E 产量为国内最大，全球第三大生产商；维生素 A 系列衍生品 β-胡萝卜素和斑蝥黄素是全国最大、全球第三大供应商。公司在营养品板块实现了系列化、衍生化，众多产品具有国际影响力和竞争力。

公司所经营的生命营养品，根据适用对象分动物营养品和人类营养品，主要用于饲料添加剂，以及食品、膳食补充剂和化妆品领域。动物营养品主要以自营出口的方式销售至欧美地区，同时也通过国内外贸易公司或中间商销售至南美、东南亚等非主流市场。人类营养品主要通过规模较大的膳食补充剂生产企业、大型化妆品公司直接建立业务关系，并与有实力的分销商建立合作关系。

表 2：浙江医药营养品板块主要产品

主要产品	别名	功效	备注
维生素 A	视黄醇	是动物正常生长必需的、对视觉、粘膜、生殖、皮肤和骨骼有重要作用的脂溶性维生素	全球前五大生产商
维生素 E	生育酚	一种主要的抗氧化剂，用于动物饲料中，是动物正常生长和生育所必须的一种维生素。	公司为国内最大、全球第二大合成维生素 E 生产商，国内最大、全球第三大天然维生素 E 生产商
维生素 D3	钙化醇	动物正常生长必需的、对骨骼生长有重要作用的脂溶性维生素	有望跻身第一梯队
维生素 H	D-生物素	提高动物免疫力、改善繁殖性能、减少蹄病发生率	全球第四大供应商
β-胡萝卜素		用于动物饲料中，提高动物繁殖性能，	全国最大，全球第三大供应商
斑蝥黄	角黄素	用于动物饲料中，使家禽和蛋黄着色，以及水产动物着色。具有强抗氧化性能，提高动物机体免疫力	全国最大、全球第三大供应商

资料来源：公司官网，中国知网，光大证券研究所整理

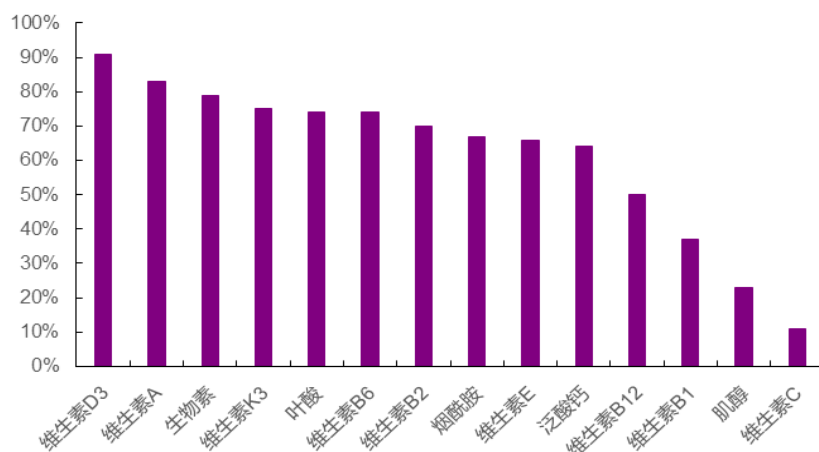
2.1、维生素需求刚性，价格处于历史高位

刚需的维生素行业

维生素是“人和动物为维持正常的生理功能而必须从食物或饲料中获得的一类微量有机物质”。维生素既不供应热量也不构成机体组织，只需少量即能满足需求，一般不能在动物体内通过自身的同化作用合成，若机体内缺乏维生素，会引起机能紊乱，影响正常生理作用。因此维生素对人和动物而言是不可或缺，是“刚需”，必须从外界摄入补充。

维生素分为脂溶性维生素（VA, VD, VE, VK）和水溶性维生素（VC 和 B 族维生素），目前主要有 13 个品种的维生素，全球维生素中有 45% 被用作饲料添加剂，30% 被用作医药化妆品，其余为食品饮料。其中除了维生素 B12、B1、肌醇、维生素 C 等少数品种以外，其他大部分维生素品种在饲料添加剂的使用占比在 70% 以上。

图 15: 2015 年维生素应用在饲料的比例



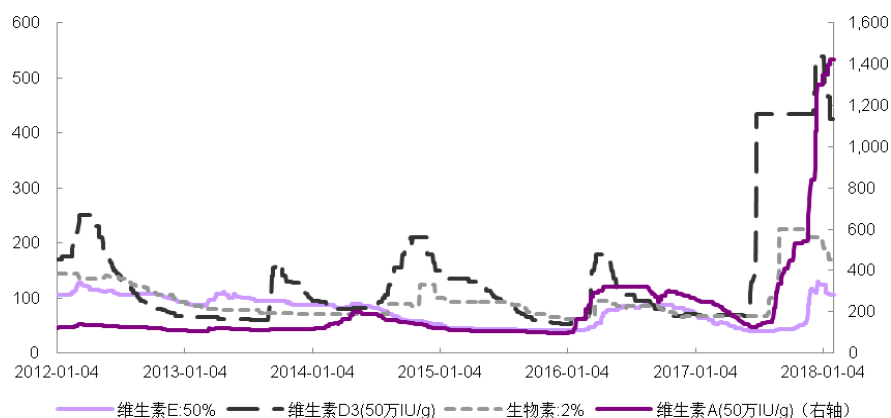
资料来源：博亚和讯

从需求端来看，维生素对养殖业是刚需，不存在替代品使用，长期来看，受益于人口增长以及人均寿命的延长、经济发展带来饮食结构的改变，对动物蛋白质摄入量的增加，全球肉类、禽类、蛋类均将呈现稳定增长的态势，维生素行业需求随着养殖业向上呈现缓慢上涨的趋势。

短期来看，其需求更多与养殖业景气度、规模化养殖、维生素添加量等因素相关。维生素对养殖业是刚需，同时维生素在饲料中单位添加量较小，每千克饲料中不同维生素的添加量以毫克乃至微克计算，添加量为饲料重量的百万分之一到十万分之一之间，所有维生素成本仅占饲料成本的 1%-2%，饲料总成本随维生素价格变动不大，下游产业对于维生素的价格变化敏感度较低，维生素价格对用量影响不是特别明显。

2017 年 10 月 30 日，BASF 柠檬醛装置火灾停产，其维生素 A 和维生素 E 产能占全球总产能比重大，同时柠檬醛还供给其他维生素 A 生产企业，影响了多家公司的产能。供需关系的改变，使得维生素 A 和维生素 E 价格出现连续跳涨，从 2017 年度最低点计算，维生素 A 年度涨幅近 12 倍，维生素 E 年度涨幅近 3 倍。

图 16: 2012 年来部分维生素品种价格波动情况



资料来源：wind

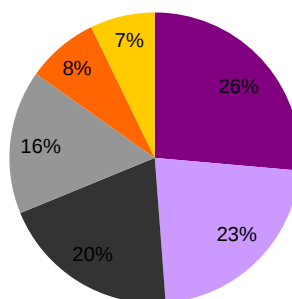
2.2、维生素 A 市场格局良好，价格跳涨

维生素 A 全球市场是典型的寡头垄断型市场,全球仅有帝斯曼、巴斯夫、新和成、安迪苏、金达威、浙江医药 6 家生产企业,行业集中度较高,规模经济显著,进入壁垒较高,无新的技术出现,近 10 年,维生素 A 行业没有新进入者与新进产能,同时需求端保持 2-3%的年均增速,市场供需逐步趋紧。

维生素 A 全球需求在 25000 吨附近波动,2016 年维生素 A 产量约为 25000 吨,供需基本平衡。其中浙江医药占比约 8%。2016 年 10 月, BASF 宣布建设年产 1500 吨维生素 A 工厂,预计将于 2020 年投产,未来 3 年内全球竞争者产能不会有较大扩充,供给不会出现大幅上升,同时新增产能为行业内原有厂家,对行业格局冲击有限。

图 17: 2016 年全球维生素 A 市场份额占比情况

■ 帝斯曼 ■ 巴斯夫 ■ 新和成 ■ 安迪苏 ■ 金达威 ■ 浙江医药



资料来源: 博亚和讯

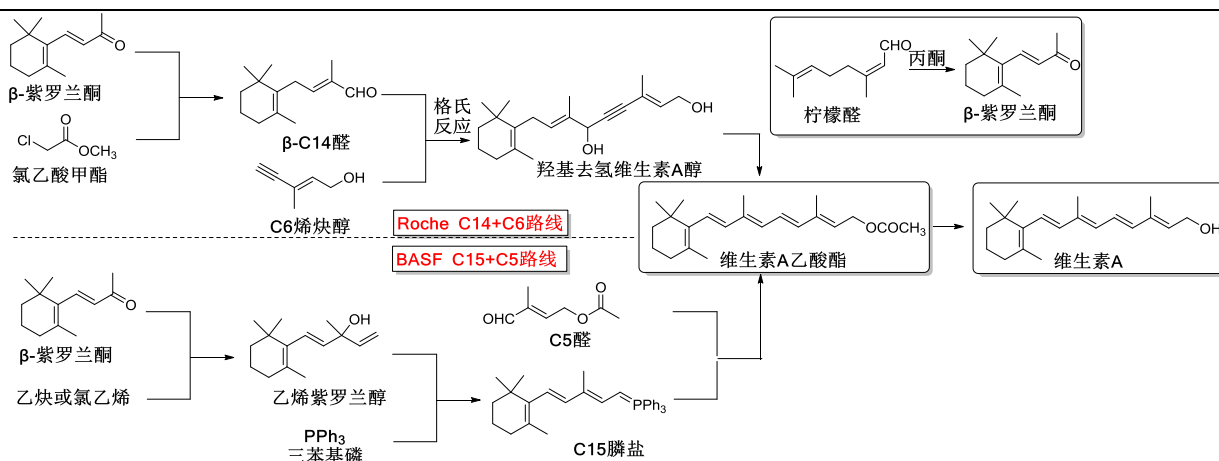
目前维生素 A 工业生产的技术路线主要有 Roche 公司的 O. Isler 于 1947 年设计的路线和 BASF 的 Horst Pommer 于 1963 年工业化的路线。两条路线均以 β -紫罗兰酮为起始原料,两者主要区别在于碳链对接的片段不同。

Roche 路线是以格氏反应对接 C14+C6 两个片段,反应步骤长,收率相对较低,目前帝斯曼和我国部分生产厂商均使用该技术路线; BASF 路线是以 Wittig 反应或 Julia 反应为关键反应对接 C15+C5 两个片段,反应步骤短,收率相对较高,但对技术和设备要求高,三废处理难度大,浙江医药采用的是 C15+C5 技术路线。总体而言,两条反应路线各有千秋,成本较为接近。

公司维生素 A 采用 C15+C5 路线,公司一直对其工艺进行改进,关键中间体五碳醛技改项目 2016 年开工建设,2016 年 9 月开始调试,2017 年 7 月初步完成调试并投入运行。新技术的开发,使得公司维生素 A 原料成本下降,更具市场竞争力。

产能方面,公司在 2005 年投产 600 吨 VA 油 (200 万单位) 产能,受制于公司维生素 A 成本较高,一直没有扩张产能,在五碳醛成本下降的背景下,公司新建了一条 1000 吨 VA 油 (280 万单位) 生产线,目前处于调试阶段,预计春节前后调试完成,届时将正式投产,在 1000 吨生产线各项认证完成后,600 吨生产线将关闭。新生产线自动化程度更高,公司维生素 A 规模效应增强。

图 18: 维生素 A 工业生产的技术路线



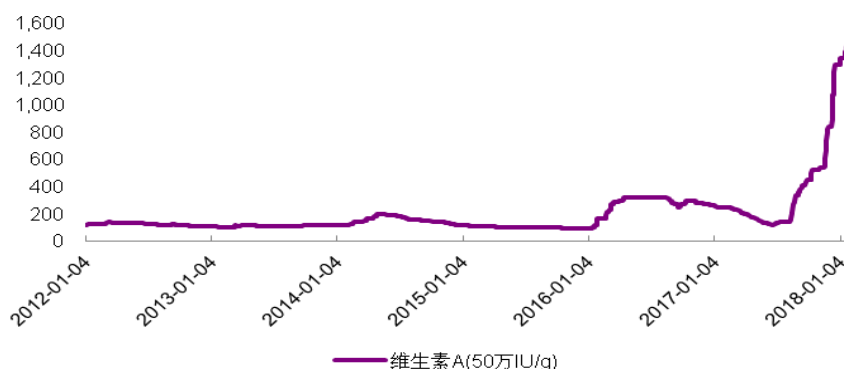
资料来源：《维生素生产关键技术与典型范例》，光大证券研究所整理

柠檬醛供应极度紧缺。维生素 A 的关键起始原料 β-紫罗兰酮在工业大规模生产中是由柠檬醛为起始原料合成，目前全球外供的柠檬醛产能主要集中在巴斯夫、日本可乐丽两大公司，主要约 60% 的柠檬醛供应量来自巴斯夫。2017 年 10 月 30 日，巴斯夫德国路德维希港工厂发生火灾，柠檬醛装置目前处于恢复阶段，2018 年 3 月才有望恢复生产。巴斯夫马来西亚新建柠檬醛产能原定 15 年底投产，后推迟至 16 年，目前再次推迟至 2018 年 6 月，进度多次低于预期。柠檬醛是目前维生素 A 产能瓶颈。浙江医药柠檬醛购自日本可乐丽公司，两家公司具有长期合作关系，供应稳定。同时，公司会备有一定库存，柠檬醛紧缺对公司冲击有限。

维生素 A 价格自 2016 年 6 月最高点的 360 元/千克一路下滑至 2017 年中的 125 元/千克。由于维生素 A 行业没有新进入者与新进产能，同时需求端保持 2-3% 的年均增速，市场供需逐步趋紧，2017 年 8 月后，由于 DSM 和 BASF 检修，价格出现一轮上涨。

暴涨是出现在 2017 年 10 月 30 日 BASF 柠檬醛装置火灾后，柠檬醛供给短缺影响 BASF 和其他多家公司的维生素 A 产能，供需关系改变。按照 BASF 给出的时间表，其柠檬醛有望在 2018 年 3 月投产，但维生素 A 在 2018 年 2 季度末-3 季度初才有望进入市场，短期内 BASF 维生素 A 供给难以恢复，短期供需缺口较大，预计价格仍将维持高位。

图 19: 维生素 A 价格走势 (元/千克)



资料来源：wind

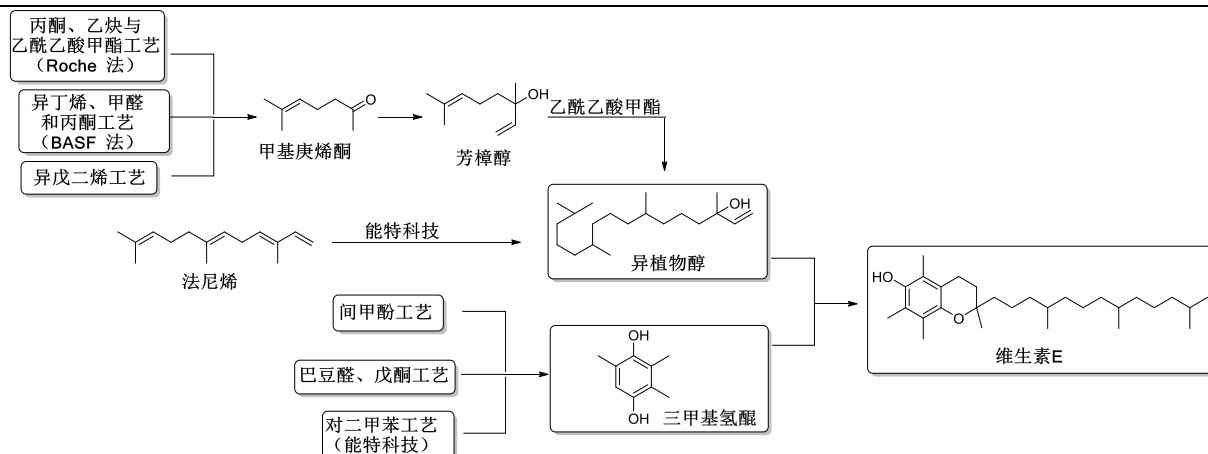
2.3、行业产能收缩，维生素 E 价格上涨

维生素 E 是一种脂溶性维生素，抗氧化能力较强，可提高机体免疫能力和生育能力。目前维生素 E 工业生产的技术路线均是通过三甲基氢醌和异植物醇发生环合反应生成。

冠福股份的全资子公司能特科技在三甲基氢醌生产工艺获得突破性进展，一定程度上降低行业进入门槛，国内有北沙药业、西南合成、福建海欣和安徽泰格生物等新竞争者得以进入维生素 E 行业，但行业新竞争者在 2015 年维生素 E 价格下跌过程中，除北沙药业之外的新进入者基本停产，被淘汰出局。

大部分厂家采用芳樟醇工艺合成异植物醇。冠福股份与美国 Amyris 公司合作，利用其发酵法生产的法尼烯为原料，可以方便高效地合成异植物醇。冠福股份在三甲基氢醌和异植物醇均取得技术突破，从而进入维生素 E 市场，并于 2016 年 8 月份投资建设年产 2 万吨维生素 E 项目，2017 年 3 月成功试生产，并正式开始对外销售。

图 20：维生素 E 工业生产的技术路线



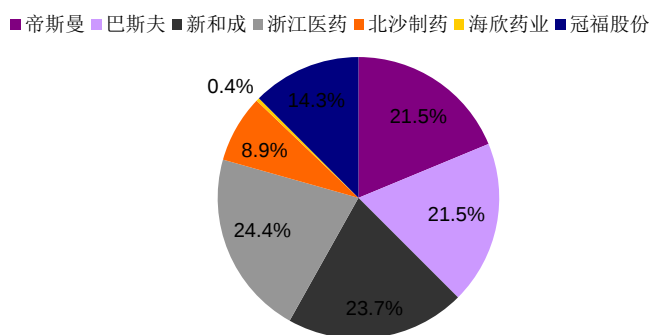
资料来源：《维生素生产关键技术与典型范例》，光大证券研究所整理

维生素 E 全球市场仍属于寡头垄断市场，在冠福股份进入维生素 E 行业之前，帝斯曼、巴斯夫、浙江医药、新和成四家企业的产量占全球维生素产量的近 90%。冠福股份进入后，预计 2017 年全球维生素 E 油产量约为 69700 吨，其中浙江医药为 17000 吨，占 24.4%。

浙江医药拥有约 20000 吨维生素 E 油产能，合成维生素 E 产量国内最大，为全球第二大生产商；天然维生素 E 产量为国内最大，全球第三大生产商，拥有明显的规模优势。此外公司还进一步将产业链向下延伸，推出了来益牌天然维生素 E 保健品，有着不错的口碑。

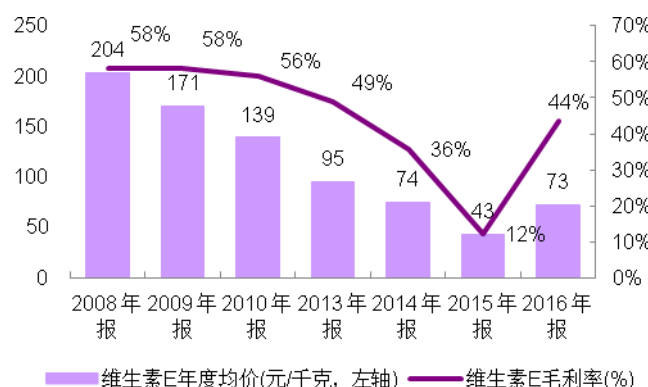
2014 年，公司昌海厂区新建 20000 吨维生素 E 油产能投产，关停了之前 15000 吨油产能，更具规模效应的同时，工厂自动化程度提高，工人人数从 1200 人下降到 300 人，可以节省大量人工成本，提高产品竞争力。毛利率上来看，2016 年维生素 E 市场均价与 2014 年接近，毛利率却有较大幅度提升。公司近年来在维生素 E 成本控制方面已经有了较大进步。

图 21: 2017 年全球维生素 E 主要产能分布



资料来源: 博亚和讯

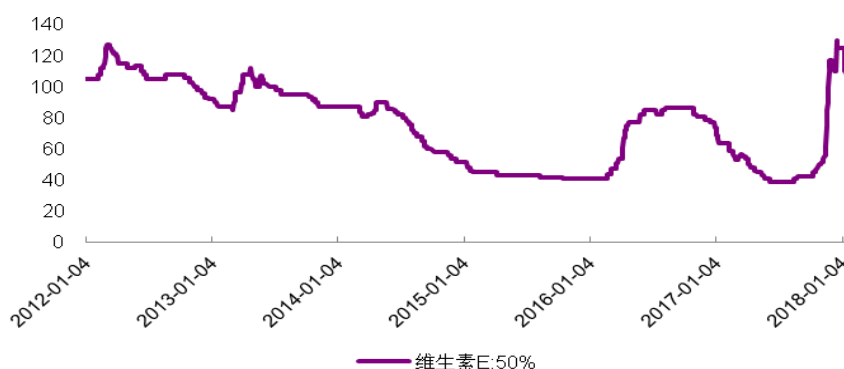
图 22: 维生素 E 市场报价均价与公司维生素 E 毛利率



资料来源: Wind, 公司年报

冠福股份新产能进入给行业带来较大冲击, 使得行业竞争加剧, 导致维生素 E 价格出现明显下跌, 维生素 E 价格自 2016 年 6 月的 85 元/千克一路下滑到 2017 年中的最低点 39 元/千克, 价格为 2007 年以来新低, 处于历史底部, 2017 年 8 月后, 价格出现反弹。2017 年 10 月 30 号 BASF 柠檬醛装置火灾影响 BASF 维生素 E 产能, 供需关系发生改变。按照 BASF 给出的时间表, 其维生素 E 在 2018 年 2 季度末-3 季度初才有望进入市场, 短期内 BASF 维生素 E 供给难以恢复, 短期供需缺口存在, 目前价格从高位有所回调, 但幅度有限, 短期仍有望维持高位。

图 23: 维生素 E 价格走势 (元/千克)



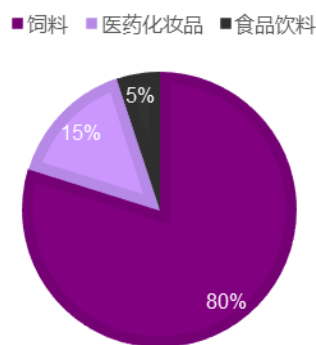
资料来源: wind

2.4、生物素全球产量前五, 价格上涨

生物素是一种水溶性维生素, 又可称为维生素 H、辅酶 R, 也属于维生素 B 族, B7。生物素是动物机体内维持正常生长不可缺少的一种维生素, 同时在脂肪酸生化合成、糖酵解等多种生化反应中起到重要作用。

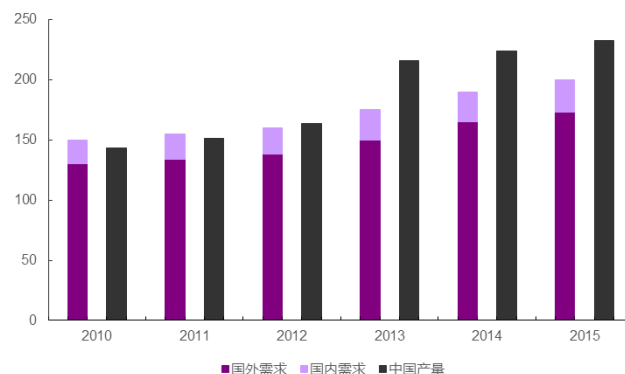
根据博亚和讯统计, 2015 年生物素在饲料添加剂的应用中占比接近 80%, 在医药化妆品和食品饮料的应用占比分别约 15% 和 5%。生物素全球需求 200 吨, 国内的产量就达到了 233 吨。2010-2015 年期间, 全球生物素需求量从 150 吨增长到 200 吨, 年复合增长率为 5.92%; 同期中国生物素需求量从 20 吨增长到 27 吨, 年复合增长率为 6.19%, 略高于全球平均增长率。

图 24：2015 年生物素下游应用结构



资料来源：博亚和讯

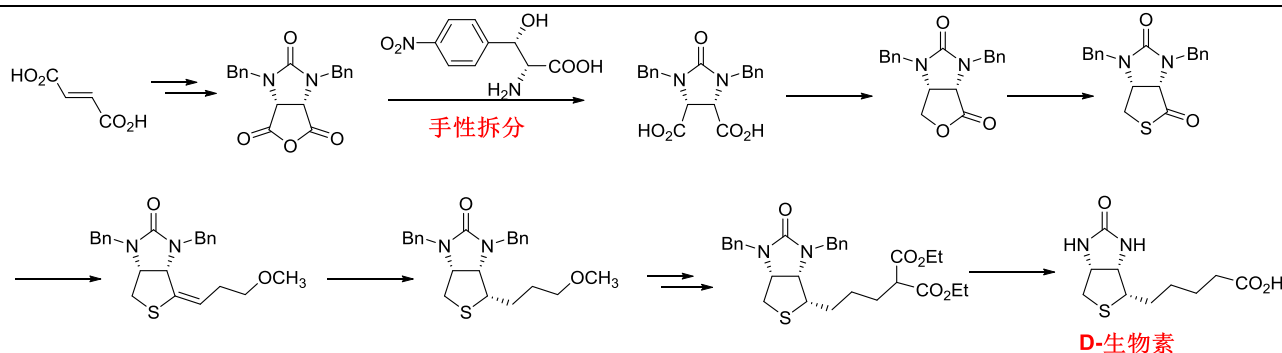
图 25：2010-2015 年生物素需求及产量情况（吨）



资料来源：博亚和讯

生物素是维生素中生产工艺最为复杂的品种，也是最后实现国产化的维生素。在生产工艺方面，浙江医药主要采用对映选择性合成策略法，需要通过手性拆分来得到 D-构型的中间体。

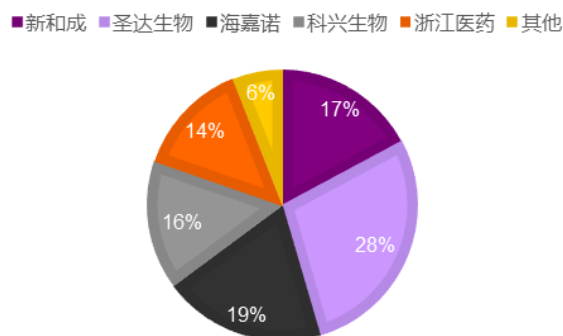
图 26：D-生物素工业生产的技术路线



资料来源：CNKI，光大证券研究所整理

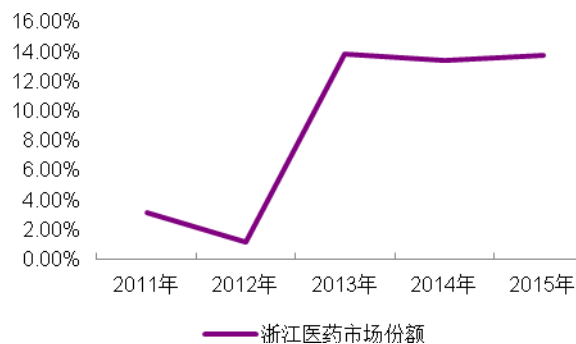
目前，国内厂商几乎供给了全球全部的生物素需求，仅有少量高端产品由国外厂商生产。国内生物素的生产厂商主要有新和成、圣达药业、上海海嘉诺、杭州科兴和浙江医药五大生产商，前五大生产企业的产量已占全球产量的 95% 以上，竞争格局基本稳定，属于寡头垄断竞争格局。浙江医药在生物素市场占有率在 2015 年为 14% 左右。

图 27：2015 年生物素（折纯品）产量占比情况



资料来源：博亚和讯

图 28：2010-2015 年浙江医药生物素市场占有率

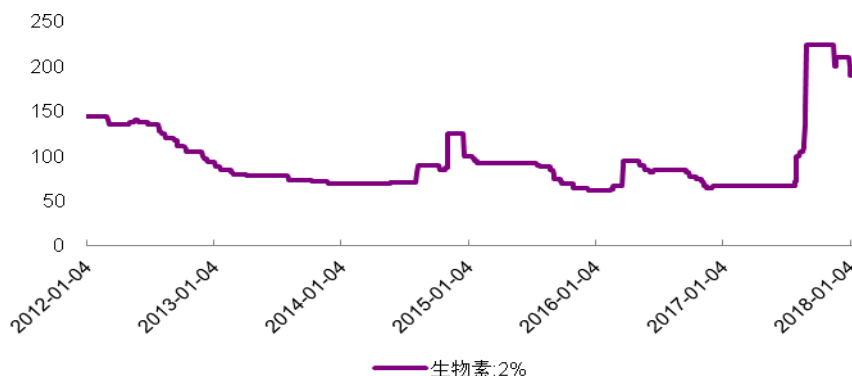


资料来源：博亚和讯

生物素相比较维生素 A、E 等而言，是一个规模较小的子行业，需求相对稳定，市场供需更多是受到厂商生产波动的影响。2008 年生物素价格暴

跌，主要原因在于供需失衡。需求端：国际市场应对全球经济危机，降库存，行业整体需求疲软；供给侧：国内供应商对生物素的投资热，生物素产能扩张，供需错配，价格下跌。生物素价格在经历了 2012 年和 2015 年的下降之后，处于较低水平。2017 年 7 月，环保督察高压，生物素厂家全线停报，产能收缩，价格出现一轮上涨，环保压力下，环酸生产受限，供给偏紧，未来价格仍将处于较高水平。

图 29：维生素 H（生物素，含量 2%）价格走势（元/千克）

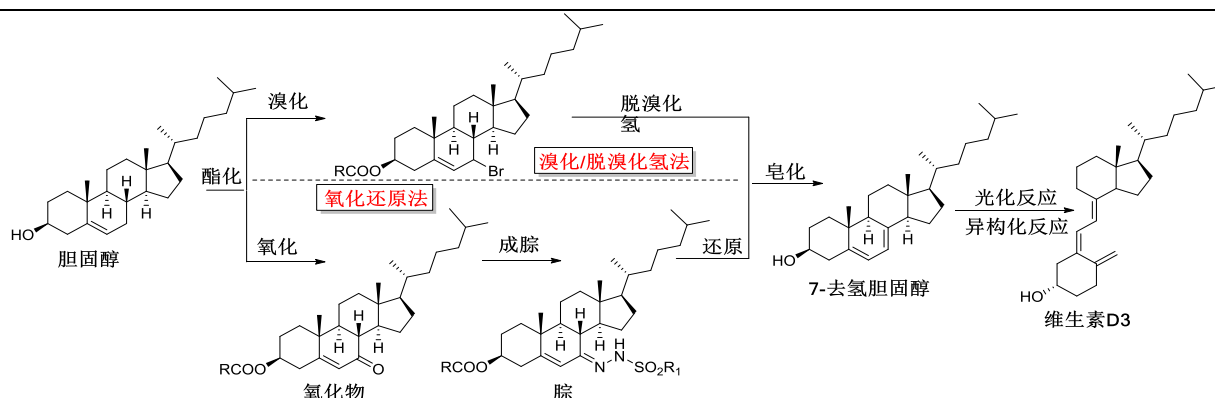


资料来源：wind

2.5、维生素 D3 产能收缩，公司有望跻身第一梯队

维生素 D3 是动物体内骨骼正常钙化所必需的营养素，其最基本的功能是促进肠道钙、磷的吸收，提高血液钙和磷的水平，促进骨骼的钙化。维生素 D3 工业化路线均采用仿生合成，模仿人体维生素 D3 合成方法，由皮肤中 7-去氢胆固醇经日光中的紫外线照射转化而来。工艺路线均以 NF 胆固醇为起始原料，先对 NF 级胆固醇进行酯化，再通过溴化/脱溴化氢法或氧化还原法得到 7-去氢胆固醇酯，继而对其进行皂化反应生成 7-去氢胆固醇，最后对 7-去氢胆固醇进行光化反应、热异构化反应生成维生素 D3。按照生成关键中间体 7-去氢胆固醇酯的反应不同，可以将路线划分为溴化/脱溴化氢法和氧化还原法。公司主要使用溴化/脱溴化氢法。

图 30：维生素 D3 工业生产的技术路线



资料来源：《维生素生产关键技术与典型范例》，光大证券研究所整理

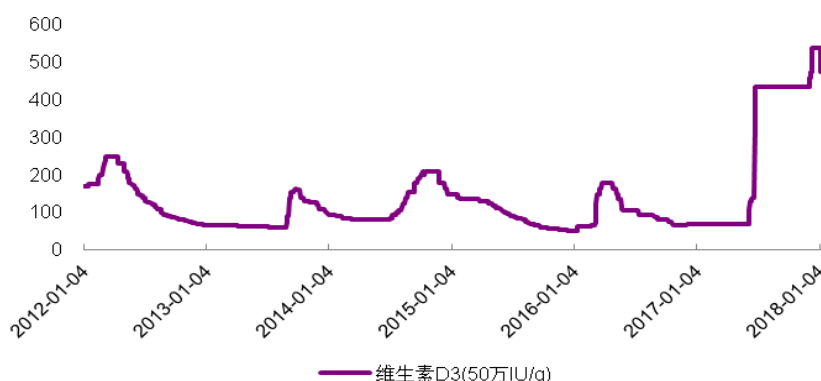
维生素 D3 市场具有较高的护城河。虽然维生素 D3 合成步骤较短，仅 6-7 步反应，但反应体系复杂，副产物多，关键步骤为光化学反应，需要特

殊的光化学反应器，没有现成仪器购买，需要自行设计，同时工艺参数也尤为重要，具有较高的技术壁垒，需要良好的技术水平、工厂管理水平和成本控制能力。行业新进入者从摸索工艺到订制设备、建设工厂、调试设备、试生产到最后的确定工艺参数，需要 2-3 年的摸索才能具备行业竞争能力，期间需要投入大量的资金与人力。

维生素 D3 全球市场同样属于寡头垄断市场，目前全球维生素 D3 产能 10000 吨左右，需求量在 8000 吨左右，供需关系偏紧平衡，企业维持较高开工率。花园生物是全球最大的维生素 D3 生产企业，占国内维生素 D3 市场 50% 左右，花园生物、台州海盛和新和成属于第一梯队，年产量在 700 吨以上。公司维生素 D3 产能搬迁中，新建维生素 D3 装置产能 1500 吨，预计将于 2018 年上半年投产，公司有望跻身维生素 D3 第一梯队。

维生素 D3 价格在 2017 年 6 月后出现暴涨，市场报价自 2017 年 6 月 2 日的 68 元/千克逐步上涨至 12 月 12 日的 540 元/千克，目前稳定在 475 元/千克。价格上涨的主要因素来自环保对产能的收缩，花园生物子公司杭州下沙生物科技有限公司搬迁至东阳，产能关停，同时行业部分小产能被收购整合，行业产能收缩，供需失衡，价格出现上涨。由于工厂搬迁和新产能恢复需要一定周期，未来供给偏紧，价格有望维持高位。

图 31：维生素 D3 价格走势（元/千克）



资料来源：wind

2.6、营养品板块短期受益于价格上涨，处于中长期拐点

公司三大业务板块，营养品板块占主导地位，2016 年营养品板块收入在公司收入占比为 44%，毛利润占比为 60%。公司近 5 年营业额在 45.0 亿-52.8 亿元波动，主要与维生素 A 和维生素 E 价格周期波动相关。

营养品板块短期受益于价格上涨，业绩弹性巨大。公司历史业绩与维生素 E 价格相关性高，单季度净利润与维生素 E 季度均价走势高度重叠，这主要与公司维生素品种结构相关。近期 BASF 柠檬醛装置火灾停产，供需关系改变，使得维生素 A 和维生素 E 出现连续上涨，从年度最低点计算，维生素 A 年度涨幅近 12 倍，维生素 E 年度涨幅近 3 倍，公司维生素销量大，业绩弹性巨大。

公司拥有维生素 E 粉年产能约 30000 吨，假设成本不变的前提下，价格每提高 10 元/千克，增厚毛利润 1.71 亿元。维生素 VA 粉产能 5000 吨，

假设成本不变的前提下，价格每提高 10 元/千克，增厚毛利润 3632 万元。维生素 D3 产能 1500 吨，假设成本不变的前提下，价格每提高 100 元/千克，增厚毛利润 10897 万元。

营养品板块处于中长期拐点。拐点主要分为两方面，一方面公司维生素 A 进行技改后，成本下降，更具市场竞争力，维生素 A 和维生素 D3 新产能投产，给公司的维生素板块带来新的增量；另一方面，从维生素结构来看，随着维生素 A 和维生素 D3 等新产能投产，改变公司维生素结构上依靠维生素 E 系列品种，结构更为均衡。未来公司业绩将不会受单一产品市场变动过大影响，风险将得到分散。

表 3：公司维生素各品种销量与产能（吨）

年份	2016 年销量（吨）	2018 年产能（吨）
合成维生素 E（93%油）	19201	20000
维生素 E（50%粉）	21975	30000
维生素 A 油（280 万单位）	380	1000
维生素 A 粉（50 万单位）	2124	5000
维生素 D3（50 万单位）	320	1500
生物素（纯品）	38	50

资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

3、医药制造板块：原料+制剂一体化促出口升级，创新药迎来收获

公司前身国营新昌制药厂始建于 1956 年，历史悠久，在医药方面有多年的技术和市场的积累。公司经营化学原料药及其制剂产品、保健品等医药细分行业，可大致分为医药原料药、制剂与创新药。公司借助原料药优势积极向制剂转型升级，具有原料药和制剂垂直一体化的优势，打造的海外高端制剂出口平台已经建设完成。同时公司早年已开始布局创新药研发，有望逐步迎来收获。

3.1、原料药：具备技术和规模优势，高端抗生素品种齐全

公司依托数十年在发酵以及提纯技术方面的积累，结合公司在合成技术的优势，打造具有自己特色的原料药产品线，高端抗生素品种齐全，附加值高。原料药产品线有糖肽类抗生素，四环素类抗生素，大环内酯类抗生素，恶唑烷酮类抗生素、抗疟类药物等。具体品种包括盐酸万古霉素、米诺环素、替加环素、替考拉宁、达托霉素、左氧氟沙星、纽莫康定 B0、利奈唑胺、本苄醇、蒿甲醚等品种。

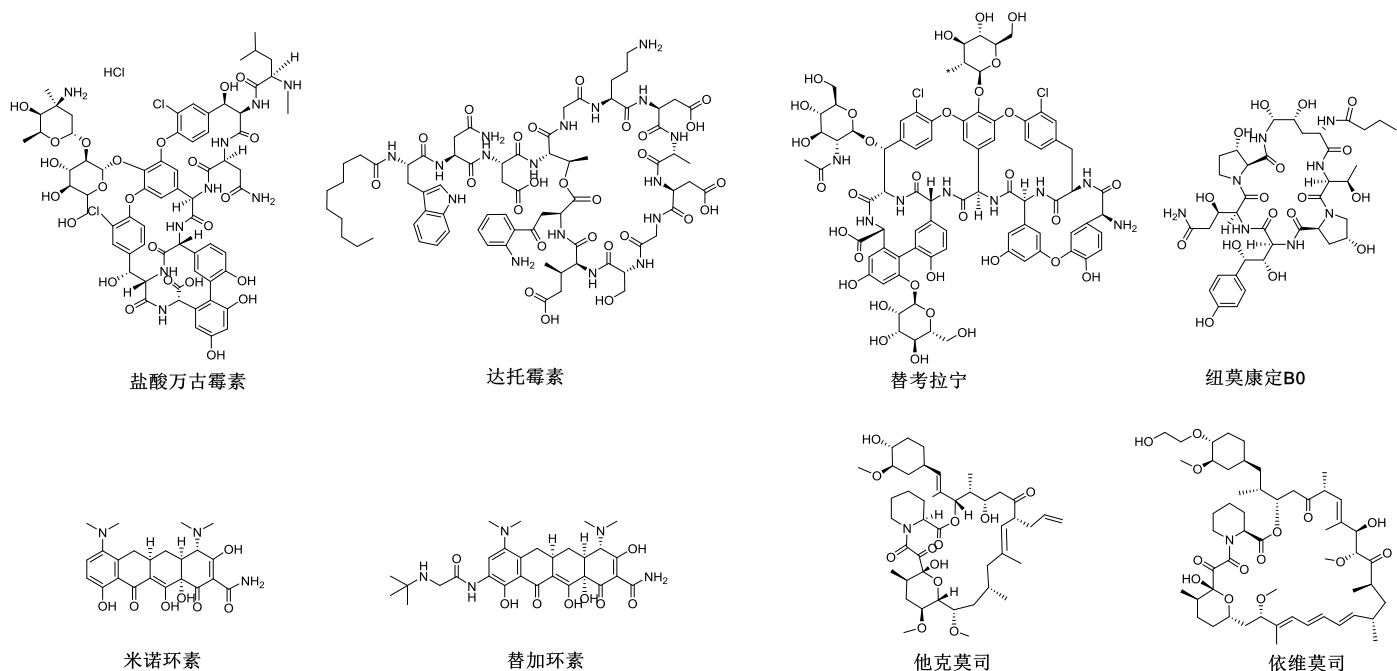
公司原料药品种技术含量高，生产工艺难度大，具备高技术壁垒，公司产品具备质量优势，早在 2009 年，公司便参加了盐酸万古霉素、替考拉宁欧美药典的标准制订工作。

表 4：公司现有与拟规划原料药产品线主要产品情况

产品类别	主要产品
喹诺酮类抗生素	氧氟沙星、左氧氟沙星、莫西沙星、奈诺沙星
头孢类抗生素	头孢唑兰、头孢卡品酯、厄他培南
糖肽类抗生素	盐酸万古霉素、替考拉宁、达托霉素、纽莫康定 B0
四环素类抗生素	米诺环素、替加环素、去甲金霉素
恶唑烷酮类	利奈唑胺
免疫抑制剂	他克莫司、西罗莫司
肿瘤用药	依维莫司、替西罗莫司、依西美坦
抗疟类	本茚醇、蒿甲醚

资料来源：公司环评报告，公司官网，光大证券研究所整理

图 32：公司部分高端原料药品种结构式



资料来源：光大证券研究所整理

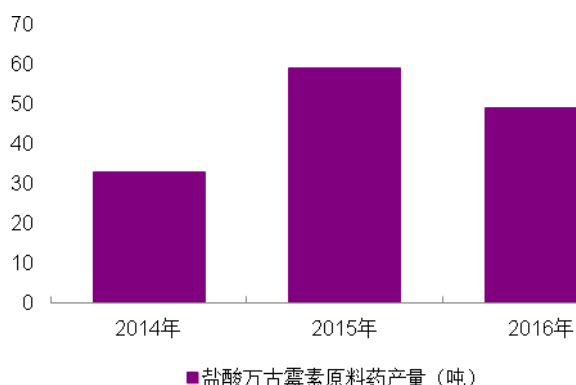
公司原料药自供为主，盐酸万古霉素、替考拉宁和苯茚醇等部分品种原料药出口，公司产能大，市场占有率高，生产上实现了规模经济，市场份额居于前列。目前，公司的盐酸万古霉素及替考拉宁产量已占全球产量的 40% 以上。万古霉素与替考拉宁需求平稳，市场和价格长期保持稳定，且毛利率较高。原料药板块每年可为公司贡献较大利润。

万古霉素（Vancomycin）是一种糖肽类抗生素，用来治疗所有抗生素均无效的严重感染，近年来，由于抗生素过于滥用，其地位渐渐被利奈唑胺、达托霉素、替考拉宁等抗生素所取代。但万古霉素被做为抗感染的“最后一线药物”以及手术预防用药，药物的使用量也有所上升。

万古霉素为适用于革兰氏阳性菌引起的感染，也适用于对青霉素、头孢霉素无效或过敏或其他抗生素耐药的革兰氏阳性重度感染患者。临床上主要用于皮肤和软组织感染、尿道感染、下呼吸道感染、关节及骨感染、败血症、心内膜炎以及因持续的移动性腹膜透析所致的腹膜炎。凭借公司多年在发酵和提纯方面的积累，公司的万古霉素纯度高，为世界领先，被用为 FDA 药典参比标准品。

目前,公司盐酸万古霉素占全球产量的40%以上,优势明显,未来仍将继续保持。公司与美国 Hospira 公司签订了《盐酸万古霉素原料药供应合同》,合作期限自2008年04月30日起至2017年12月31日,截至2017年06月30日,公司累计已向 Hospira 销售盐酸万古霉素原料药7405.52万美元。

图 33: 公司盐酸万古霉素原料药产量 (吨)



资料来源: 公司公告

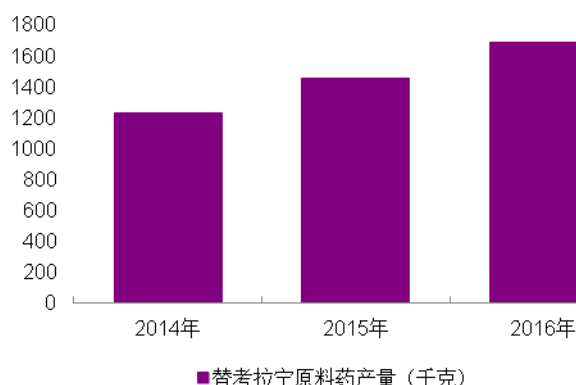
图 34: 公司盐酸万古霉素系列收入、毛利率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告

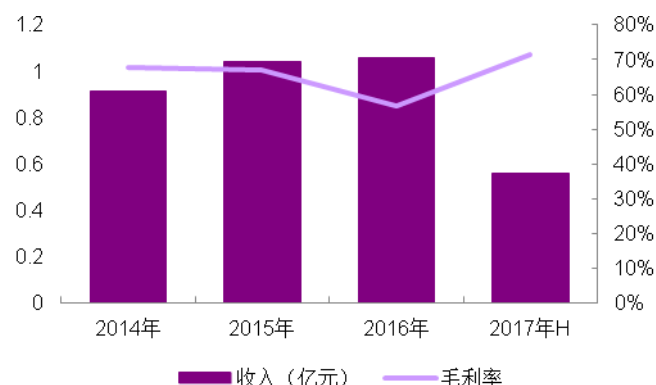
替考拉宁 (Teicoplanin) 为与万古霉素类似的新糖肽类抗生素,其抗菌谱及抗菌活性与万古霉素相似。对金葡萄的作用比万古霉素更强,不良反应更少。替考拉宁结构上与万古霉素不同的是,在肽骨架上多了脂肪酸侧链,提高了亲脂性,更易于渗入组织和细胞。替考拉宁因此在治疗上表现更多的优势: 具有较低的毒副作用,特别是明显低的肾毒性; 具有比万古霉素长得多的半衰期,每天仅需注射一次; 具有比万古霉素更方便的给药途径,可以采用静脉注射或肌肉注射方式给药; 替考拉宁的体内抗菌活性为万古霉素的数倍,与其它抗生素联用的安全性高,且具有长的抗生素后效应。

图 35: 公司替考拉宁原料药产量 (Kg)



资料来源: 公司公告

图 36: 公司替考拉宁系列收入、毛利率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告

2016年8月10日公司下属新昌制药厂于收到FDA警告信,一度影响原料药出口,影响公司业绩。但2017年11月14日,FDA已解除了对新昌制药厂的警告,解除了原料药出口的困境,公司原料药出口业务将会出现恢复性增长,未来业绩可期。

原料药生产方面,公司昌海基地的原料药车间建设完毕,左氧氟沙星、盐酸米诺环素和喷昔洛韦三个产品通过德国官方审计并取得欧盟GMP证书,车间品种较多,均有望逐步通过海外认证,逐步贡献新增量。另一方面,公

司在高端抗生素方面具备技术优势，储备项目多，品种市场前景广阔，具有较强市场竞争力，未来具有较好的成长性。

3.2、制剂板块：抗感染制剂占优势，新医保品种米格列醇具潜力

公司制剂产品主要有抗感染制剂乳酸左氧氟沙星注射液（商品名“来立信”）、注射用盐酸万古霉素（商品名“来可信”）、注射用替考拉宁（商品名“加立信”）以及糖尿病药物米格列醇等。公司在抗感染制剂方面占据优势，根据米内网统计，2016 年公司乳酸左氧氟沙星注射液占全国销售额的 26.51% 左右，注射用盐酸万古霉素占全国销售额的 22.45%，注射用替考拉宁为国内最大生产商，市占率 57.56%。

目前公司共有 20 个品种纳入国家医保目录，包括甲类 15 个，乙类 5 个，糖尿病药物米格列醇新进入 2017 年医保目录，未来较具潜力。

表 5：公司纳入国家医保目录主要产品情况

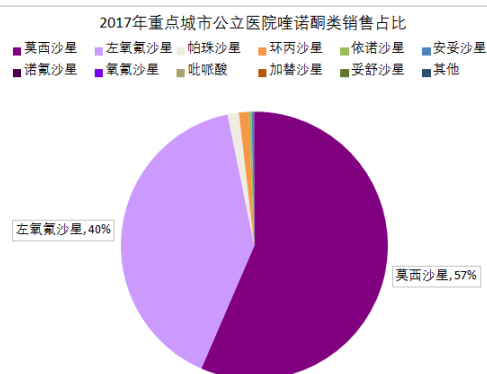
功能主治	产品分类	具体产品
抗生素	喹诺酮类抗生素	诺氟沙星胶囊、盐酸环丙沙星片、盐酸环丙沙星胶囊、乳酸环丙沙星氯化钠注射液、乳酸左氧氟沙星片、盐酸左氧氟沙星胶囊、乳酸左氧氟沙星氯化钠注射液
	头孢菌素	头孢氨苄胶囊、头孢拉定胶囊
	糖肽类药物	注射用盐酸万古霉素、注射用替考拉宁
抗滴虫药	抗滴虫药	甲硝唑片
激素药物	孕激素药物	黄体酮软胶囊
	雄激素类药物	十一酸睾酮软胶囊
精神类药物	抗焦虑药	艾司唑仑片
	镇静催眠	地西洋片
消化道用药	抗酸药、抗溃疡药	奥美拉唑肠溶胶囊
肝病辅助用药	肝病辅助用药	联苯双酯滴丸
抗结核病药	抗结核病药	利福平胶囊
糖尿病药物	α -葡萄糖苷酶抑制剂	米格列醇

资料来源：公司年报，光大证券研究所整理

3.2.1、左氧氟沙星（来立信）：稳定的现金流品种

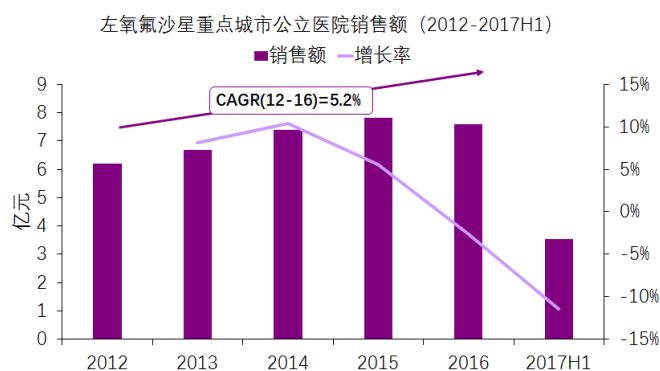
喹诺酮类抗生素作用机制以细菌 DNA 为靶，妨碍 DNA 回旋酶，进一步造成细菌 DNA 的不可逆损害，抑制细菌 DNA 复制，达到抗菌效果。国内喹诺酮类抗生素市场规模较大，2016 年公立医院终端市场销售规模约 66 亿元。2017 年国内样本医院喹诺酮类销售占比，莫西沙星占 57%，左氧氟沙星占 40% 左右市场份额。公司制剂主打产品乳酸左氧氟沙星注射液（商品名“来立信”），占全国销售 20% 以上，位居全国前三，优势显著，为公司提供稳定现金流。

图 37：2017 年国内样本医院喹诺酮类销售占比



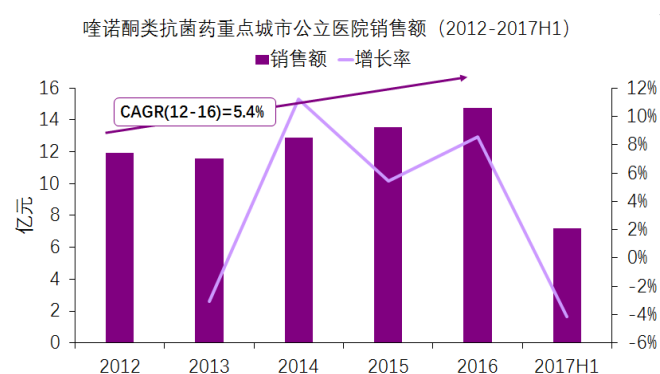
资料来源：米内网

图 39：注射用左氧氟沙星市场规模及增速



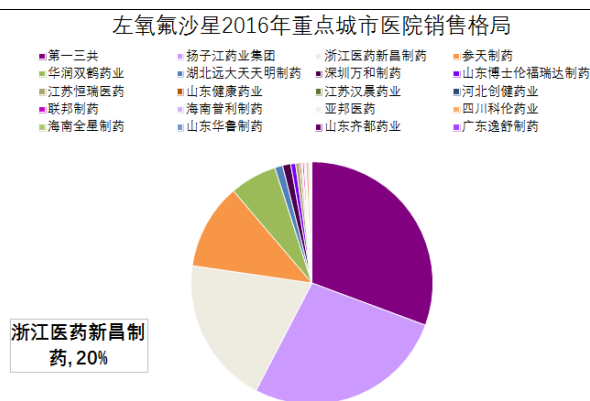
资料来源：米内网

图 38：国内喹诺酮类市场规模及增速



资料来源：米内网

图 40：2016 年国内样本医院注射左氧氟沙星竞争格局

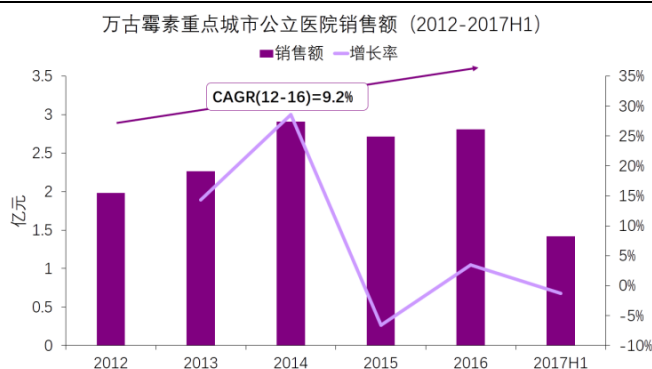


资料来源：米内网

3.2.2、万古霉素和替考拉宁：国产龙头，具备替代空间

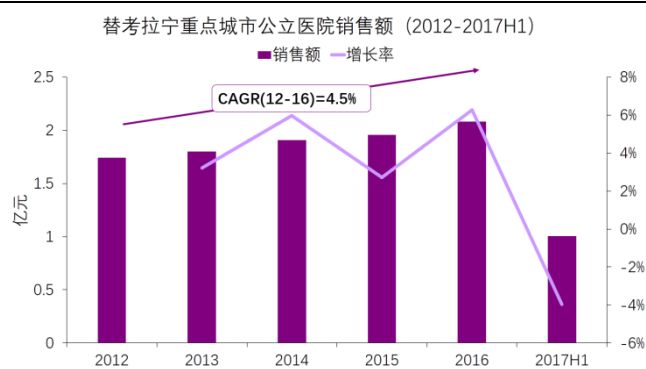
近年来，万古霉素和替考拉宁适用范围逐渐扩大，2012-2016 年市场复合增速分别为 9.2%和 4.5%。公司的注射用盐酸万古霉素占全国销售额的 22.45%，注射用替考拉宁为国内最大生产商，市占率 57.56%，具有较大优势。

图 41：国内盐酸万古霉素市场规模及增速（亿元、%）



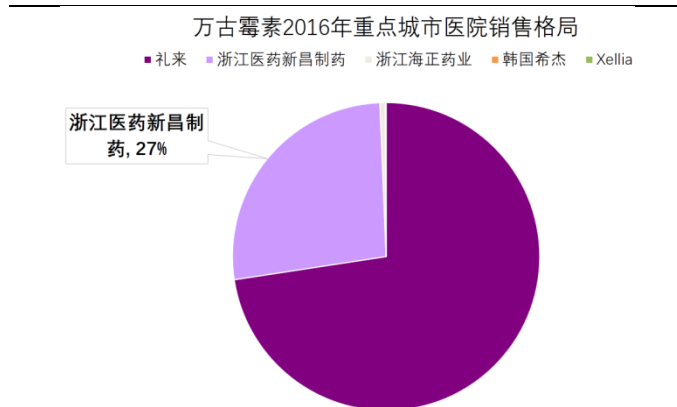
资料来源：米内网

图 42：国内替考拉宁市场规模及增速（亿元、%）



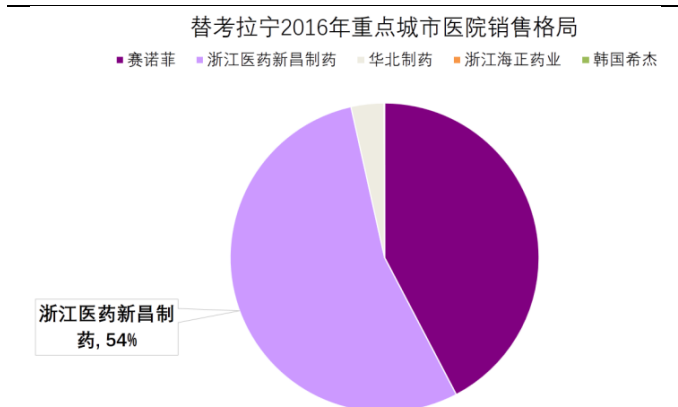
资料来源：米内网

图 43：2016 年国内万古霉素重点城市医院销售格局



资料来源：米内网

图 44：2016 年国内替考拉宁重点城市医院销售格局



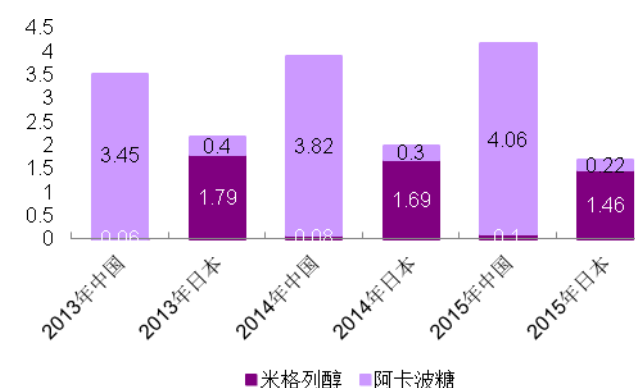
资料来源：米内网

万古霉素和替考拉宁之前被作为抗感染的“最后一线药物”，应用较窄，随着在手术预防用药以及抗耐药菌治疗方面的应用，万古霉素和替考拉宁有望维持 5% 的增速，同时万古霉素和替考拉宁进口用药占比较大，公司处于第一或第二的位置，具备较大的进口替代空间。

3.2.3、米格列醇：新医保品种，潜力较大

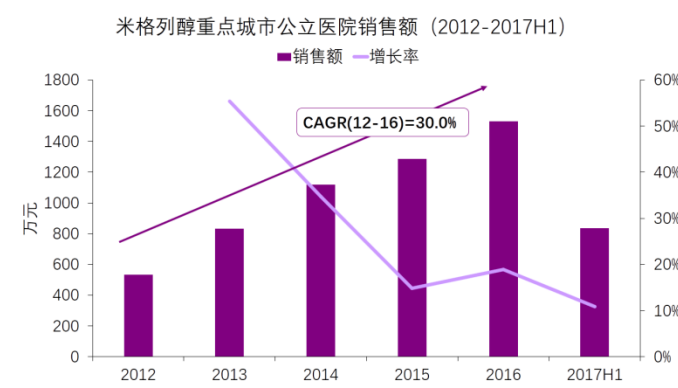
米格列醇是德国拜耳 20 世纪 90 年代初研究开发的 α -糖苷酶抑制剂，主要适用于 II 型糖尿病。米格列醇与阿卡波糖、伏格列波糖相比，具有如下优势：米格列醇对 α -糖苷酶抑制作用更强；无肝损伤风险；与阿卡波糖相比，米格列醇片的胃肠道不良反应发生率更低。

由于我国民众的饮食结构以淀粉主食为主，与日本的饮食结构接近，使用 α -糖苷酶抑制剂治疗糖尿病可以起到事半功倍的效果。日本 α -糖苷酶抑制剂的市场份额主要以米格列醇为主，国内是以阿卡波糖为主，主要与拜耳的阿卡波糖在中国市场销量巨大，拜耳未将米格列醇重点推广相关。此外国内高脂血症以高甘油三酯血症为主，米格列醇在降低糖吸收的同时还能有效降低甘油三酯水平，更适合我国的糖尿病患者。

图 45：中日两国 α -糖苷酶抑制剂市场规模（亿美元）

资料来源：易明医药招股说明书，光大证券研究所整理

图 46：米格列醇重点城市公立医院销售额

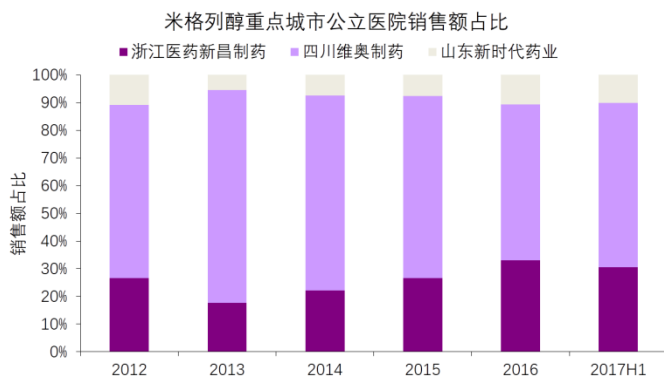


资料来源：米内网

从米内数据库重点城市公立医院销售数据来看，米格列醇近年来市场规模增长迅速 12-16 年 CAGR 达到 30%，并且该药物在 17 年新医保目录被收

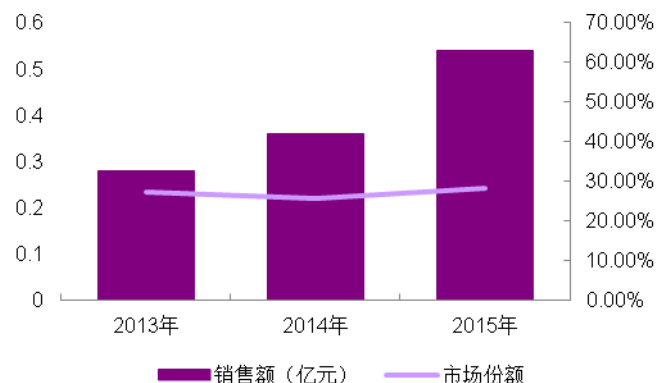
录为乙类药物，未来米格列醇的增长一方面来自产品自身的增长，另一方面来自对阿卡波糖的取代，随着米格列醇推广进行，在患者口碑的建立，预计未来几年有望进入加速模式，未来几年有望维持 30%以上的增速。

图 47：米格列醇重点城市公立医院销售占比



资料来源：米内网

图 48：公司药米格列醇销售额（亿元）与市场份额



资料来源：易明医药招股说明书，光大证券研究所整理

根据 IMS 数据，米格列醇 2015 年国内市场销售额为 953.2 万美元。目前国内共有三家企业批准生产销售，分别为维奥制药、浙江医药和山东新时代药业，其中浙江医药国内市场占有率接近 30%，稳步提升，13-15 年销售额年复合增长率为 38.87%，高于行业平均的 30%增速，公司米格列醇有望成为制剂板块主要增量。

表 6：米格列醇国内药品批文

药品名称	药品规格	生产单位	批准文号	批准日期	医保类别
米格列醇片	50mg	四川维奥制药有限公司	国药准字 H20045403	2015/9/6	乙
米格列醇片	50mg	浙江医药股份有限公司新昌制药厂	国药准字 H20074195	2012/11/19	乙
米格列醇片	50mg	山东新时代药业有限公司	国药准字 H20083446	2013/5/13	乙
米格列醇片	100mg	山东新时代药业有限公司	国药准字 H20113503	2013/5/13	乙
米格列醇片	25mg	山东新时代药业有限公司	国药准字 H20113504	2013/5/13	乙

资料来源：CFDA，光大证券研究所

公司目前医药制剂仍以左氧氟沙星等普药为主，尚未完全体现出公司独特原料药优势，公司在高端抗生素等多个品种市场前景广阔，未来具有较好的成长性。随着药品注册报批的推进，公司特有的原料药优势有望转化成制剂优势，公司制剂业务逐渐朝高端方向转型，提升产品附加值，国内制剂业务前景可期。

3.3、创新药：奈诺沙星注射剂有望获批，抗 HER2-ADC 药物进展良好

公司早年就开始打造了以子公司新昌制药、来益生物药物研究中心等为基础的创新药研发平台，自 2011 年以来每年研发投入都在 2 亿左右，占扣除医药商业的主营收入 6-7%左右，累计投入超 15 亿。目前已建立起抗感染、抗肿瘤专科为核心的有特色的创新药研发管线。

图 49：浙江医药创新药在研产品线

药品名	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市
奈诺沙星胶囊	社区获得性肺炎	2016/6, 国内获批上市						
奈诺沙星注射液	社区获得性肺炎	2017/5, 国内报产获得受理						
ARX788	乳腺癌、胃癌等	1期临床进行中						
XCCS605B	结肠癌、乳腺癌等	1期临床进行中						

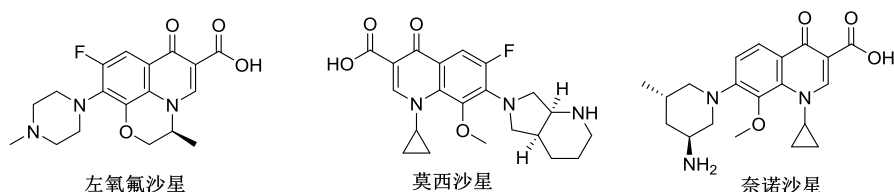
资料来源：公司公告，光大证券研究所

3.3.1、奈诺沙星注射剂有望获批

苹果酸奈诺沙星是公司于 2012 年 6 月与太景生物合作开发，公司被授权获得在中国境内的专利使用权及销售权。2016 年 6 月 12 日，苹果酸奈诺沙星原料药及其胶囊（太捷信）获得核准上市。

苹果酸奈诺沙星主要看点在于其为新型无氟喹诺酮药物，具备传统喹诺酮抗菌活性的同时，但没有传统喹诺酮的耐药性，对厌氧菌、耐药菌均有效，具有良好的药物安全性和极佳的组织穿透力，不易产生耐药性菌株，可作为社区获得性肺炎一线用药。有相关资料介绍，奈诺沙星为目前市售喹诺酮药物当中抗菌活性最好，也是最不容易诱导耐药菌株出现的喹诺酮药物。奈诺沙星未来主要将替代占据喹诺酮类抗生素 57% 的市场份额的莫西沙星以及 40% 市场份额的左氧氟沙星，奈诺沙星疗效更佳，且不具备耐药性。

图 50：左氧氟沙星、莫西沙星和奈诺沙星化学结构式



资料来源：光大证券研究所整理

目前全球仅有奈诺沙星、加雷沙星、奥泽沙星这 3 个新一代的无氟喹诺酮药物上市，浙江医药的奈诺沙星在国内暂时没有直接竞争对手，市场竞争环境较为宽松。

图 51：无氟喹诺酮类药物在研与上市情况

药品名	公司	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市
奈诺沙星胶囊	浙江医药	2016/6, 国内获批上市						
奈诺沙星注射液	浙江医药	2017/5, 国内报产获得受理						
加雷沙星	日本Toyama与大正药业	2017/8, 日本获批上市						
奥泽沙星	日本Marubo	2015/9, 日本获批上市						
Voreloxin	Sunesis Pharmaceuticals	AML: 完成3期临床; 白血病: 2期临床进行中						
CX-5461	Senhwa Biosciences	1期临床进行中						

资料来源：《临床药物治疗》，光大证券研究所

根据米内网数据，目前国内抗生素药物的临床使用多以注射剂为主，终端医院喹诺酮类抗生素注射剂销售额占据整体市场约 80%。公司苹果酸奈诺沙星仅获批胶囊剂型，影响其使用范围。目前公司的奈诺沙星注射剂完成三期临床并已上报，药物有效性和毒性不存在风险，审批风险较小，并进入优先审评程序药品（第二十六批）公示名单，有望在 2018 年获批上市。相比口服胶囊，注射剂市场份额更大，给药方式的不同，更容易体现出公司产品的差异性，更易打开市场。

假设奈诺沙星的主要替代产品为莫西沙星，则对其市场规模估算如下：预计未来奈诺沙星对莫西沙星的替代率为 30-40%，则胶囊市场规模在 3.6-4.8 亿元，注射液市场规模在 6.2-8.1 亿元，奈诺沙星胶囊和注射液总市场规模 9.8-12.9 亿元，达到 10 亿级别销售额，给公司创新药物业务带来巨大增量。

表 7：奈诺沙星未来市场规模测算

	奈诺沙星胶囊	奈诺沙星注射液
替代对象	莫西沙星片	莫西沙星注射液
替代对象 16 年市场规模	5 亿元	17 亿元
替代对象最小制剂单位平均中标价	24.17 元/片	219.48 元/支
替代对象 16 年制剂单位用量	约 2000 万片（1 片/日）	约 770 万支
替代率	30-40%	30-40%
充分替代后制剂单位用量	1200-1600 万粒（2 粒/日）	230-300 万支
最小制剂单位最低中标价	30 元/粒	270 元/支（参考奈诺沙星两种剂型定价）
预计市场规模	3.6-4.8 亿元	6.2-8.1 亿元

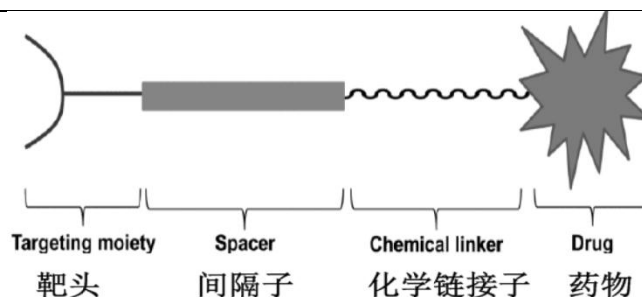
资料来源：米内网，光大证券研究所

3.3.2、创新药业务：抗 HER2-ADC 药物进展良好

抗HER2-ADC药物是公司于2013年6月14日与美国AMBRX Inc. 签署《合作开发和许可协议》，合作研发的新一代单克隆抗体偶联药物（antibody—drug conjugates, ADC）。抗体偶联药物具有良好的靶向性及抗癌活性，目前已成为抗肿瘤抗体药物研发的新热点和重要趋势，正受到越来越多的关注。

ADC 包括靶头抗体、间隔子、化学连接子和药物如细胞毒药物等 4 部分。ADC 将单克隆抗体和高效细胞毒素完美地结合到一起，充分利用了前者靶向、选择性强以及后者活性高的优点，同时又消除了前者疗效偏低和后者副作用偏大等缺陷，提高肿瘤治疗的选择性，还能更好地应对靶向单抗的耐药性问题。与传统单抗药物相比，因其结构复杂，ADC 药物生产工艺技术和分析方法均要求较高。

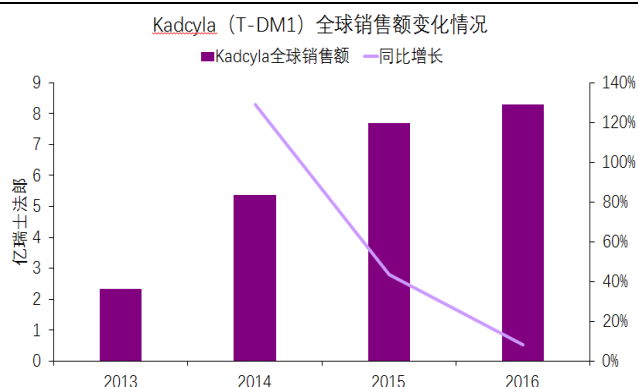
图 52：抗体偶联药物的组成



资料来源：中国知网

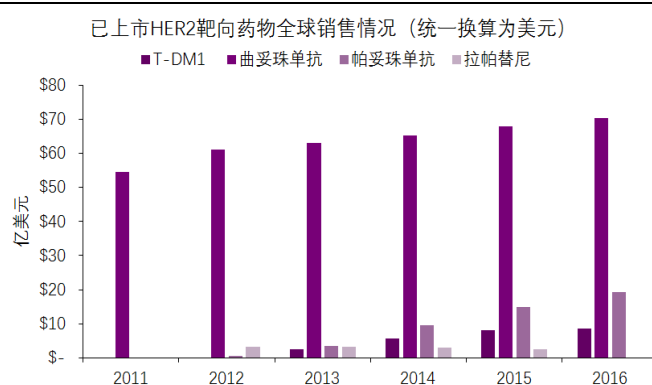
2013 年 2 月，美国 FDA 批准 ADC 新药 Kadcyla (ado-曲妥珠单抗 emtansine, 简称 T-DM1) 上市，用于治疗 HER2 阳性的转移性乳腺癌。T-DM1 由于其较好的抗耐药性，目前成为治疗乳腺癌的二线药物，主要用于接受过赫赛汀和紫杉醇治疗的 HER2 阳性转移性乳腺癌患者，自上市之后，市场规模迅速扩大，16 年已经达到 8.31 亿瑞士法郎的销售额。未来将随曲妥珠单抗使用患者的增加而有进一步的规模扩大。

图 53：Kadcyla (T-DM1) 全球销售额变化情况



资料来源：Bloomberg

图 54：主流已上市 HER2 靶向药物销售额 (2011-2016)



资料来源：Bloomberg

公司研发的抗HER2-ADC药物ARX788主要适应症为乳腺癌、胃癌等。浙江医药在HER2-ADC上研发起步早，且其抗HER2-ADC是国内首个新一代定点定量偶联非天然氨基酸的ADC药物，解决了传统ADC药物天然氨基

酸分子量大、硫醚键会影响分子活性等问题，技术上处于领先地位。通俗来讲，浙江医药的 HER2-ADC 药物就是一枚精确制导，准确识别肿瘤细胞，不脱靶的药物导弹，与肿瘤细胞结合后，释放出“弹头”，精确打击肿瘤细胞而不伤及正常细胞。

图 55：国内 HER2-ADC 类药物研发情况

药品名	公司	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市
ARX788	浙江医药	乳腺癌、胃癌等	1期临床进行中						
RC48	荣昌生物	胃癌、卵巢癌、乳腺癌、非小细胞肺癌	1期临床数据公布						
SHR-A1201	恒瑞医药	乳腺癌	1期临床获批						
Her2-美登素	百奥泰	乳腺癌	1期临床获批						
A166	科伦药业	乳腺癌	申报临床						

资料来源：CDE，药智网，光大证券研究所整理

公司抗 HER2-ADC 药物的合作方为 AMBRX 公司，该公司由复星医药、厚朴投资、光大控股和药明康德联合投资，AMBRX 公司技术特色是通过扩展遗传密码引入非天然氨基酸能力，应用于生物疗法，并优化生物偶联肽、治疗性蛋白质、单克隆抗体 (mAb) 和双特异性与多特异性药物的性能，在全球蛋白质药物化学领域处于领先地位。依托该技术平台，AMBRX 公司与百时美施贵宝、安斯泰来、默克公司、礼来公司等全球制药前十强的企业合作开发新型抗体药物偶联物。

图 56：AMBRX 公司股东

FOSUNPHARMA
复星医药

厚朴
HOPU

光大控股
EVERBRIGHT

药明康德
WuXi PharmaTech

资料来源：AMBRX 公司官网

目前，公司抗 HER2-ADC 在澳大利亚和新西兰的一期临床实验进展顺利，在美国已获批一期临床实验，国内也已进入一期临床实验阶段，实验进展良好，表现出高活性，低毒性等优点。若能顺利上市，将为公司带来巨大收益。

此外，公司用于抗肿瘤药物增效剂 XCCS605B 及其注射剂也处于临床 I 期。公司创新药具有自身特色，注重自身研发的同时，也积极与其他厂商合作开发，未来有望贡献巨额利润。

3.4、制剂出口：高端 505(b)(2)制剂出口平台，即将迎来收获

505(b)(2)新药申请 (NDA) 是三个美国 FDA 药物批准途径之一。该途径由 1984 年的 Hatch-Waxman 法案创立，涉及到食品、药品及化妆品。为

为了避免对以前所批准药物已经进行过的研究再进行不必要的重复，该条款明确允许 FDA 依据并非申请者亲自得出的数据来批准 NDA。505(b)(2)途径可以被看作是完全 NDA 和 ANDA（简称新药申请）之间的混合体，具有以下潜在的益处：

- i) 由于之前已有药物批准，风险相对较低；
- ii) 由于需要进行的研究较少，开发时间较短，成本较低；
- iii) 符合排他性保护的条件下，可获得3年、5年或7年的市场专有权。

创新药通常通过 505(b)(1)途径申报，505(b)(2)基本用于“已获批药物的改变”的上市申请，包括剂型、给药途径等。

表 8：美国 FDA 药物批准途径

505(b)(1) NDA	505(b)(2) NDA	505(j) ANDA
新药申请：包含完整的安全性和有效性调查报告的申请	NDA 和 ANDA 协议之间的混合：一个包含完整的安全性和有效性调查报告的申请，但是一些审批所需的信息来自申请人非自己进行的研究	简化新药申请：包含信息的申请，以表明所提议的产品在活性成分，剂型，强度，给药途径，标签，质量，性能特征和预期用途等方面与先前批准的产品相同。

资料来源：丁香园，光大证券研究所整理

公司的新型制剂平台——无菌喷雾干燥制剂平台已经建成，处于国际领先水平，并于 2017 年 1 月 10-12 日成功接受了美国 FDA 首次在亚洲进行的运行前访问（Pre-operational Visit, POV）。

无菌喷雾干燥制剂平台是由公司子公司浙江创新生物有限公司具体运营，子公司是一家以创新为驱动，以研发、生产、销售为一体，面向全球市场的制药企业。2017 年 8 月 8 日公司公告创新生物以增资扩股的方式引入国投创新管理的先进制造产业投资基金作为战略投资者，先进制造产业投资基金以 6 亿元的现金认购创新生物 37.93% 的股权。先进制造产业投资基金由国家发改委、财政部、工业和信息化部牵头，中央财政与社会资本共同出资设立，基金规模 200 亿元人民币。国投创新投资有浙江创新生物有限公司，迪哲（江苏）医药有限公司（AZ 中国研发中心），信达生物，重庆润生，康希诺生物，江苏亚盛，苏州瑞博，厦门力品等医药项目，项目质地优良。

表 9：国投创新投资部分医药项目情况

项目	时间	项目情况	被投资公司情况
力品药业	2017 年 12 月 18 日	（厦门）有限公司 B 轮融资，国投创新领投，主要用于创新制剂的临床研究和产品国际化生产	力品药业专注于创新口腔膜剂制剂及高难度缓控释制剂的开发。目前 1 个缓释制剂产品已获得美国 FDA 生产批件，2 个缓释制剂产品获得中国 CFDA 临床批件
迪哲医药	2017 年 11 月 27 日	专注于创新药的探索、研发和商业化	阿斯利康与国投创新管理的先进制造产业投资基金携手在无锡成立一家股权均等、独立自主经营的合资公司迪哲医药，承接阿斯利康中国研发中心的研究能力，拥有 3 个新型药物的独家开发权。
长风药业	2017 年 10 月 16 日	长风药业 D 轮融资。由国投创新管理的先进制造产业投资基金领投	长风药业专注于吸入制剂药物，公司面向国内外市场申报的在研项目达 15 个以上，覆盖治疗呼吸道疾病的重要品种
上海联影医疗科技有限公司	2017 年 9 月 15 日	联影医疗的 A 轮融资。由国投创新管理的先进制造产业投资基金和中国人寿大健康基金领投	联影医疗自主研发生产覆盖影像诊断和治疗全过程的高端医疗产品，公司是目前国内唯一一家产品线覆盖全线高端医疗影像设备，
浙江医药股份有限公司	2017 年 9 月 8 日	其管理的先进制造产业投资基金已完成对浙江医药全资子公司浙江创新生物有限公司的投资	创新生物注射用盐酸万古霉素项目以 505(b)(2)的法规途径进行新药申报 (NDA) 获得美国 FDA 的同意并接受申请；2017 年 1 月成功接受了美国 FDA 首次在亚洲进行的运行前访问

康希诺生物	2017年4月18日	公司投资金额为1.5亿元人民币。由国投创新管理的先进制造产业投资基金领投	康希诺生物已建立了近二十个新型疫苗组成的研发管线，除本次获批的重组埃博拉疫苗之外，还有6个新型疫苗产品分别在北美和中国进入临床I-III期阶段及等待临床批准
江苏亚盛医药开发有限公司	2016年12月26日	其管理的先进制造产业投资基金已完成对江苏亚盛医药开发有限公司投资，投资金额为3亿元人民币	亚盛医药核心团队是国际上最早进入细胞凋亡与自噬双通道调节新靶点小分子抑制剂研发领域者之一，相应药物开发处于该领域的全球领先地位
信达生物制药(苏州)有限公司	2016年11月29日	投资金额为5,500万美元的等值人民币，由国投创新管理的先进制造产业投资基金领投	信达生物致力于开发、生产用于各种疑难疾病的抗体新药，已建成一条包括12个抗体新药的产品链，已有4个产品获得批准进入临床研究，其中3个已经正式进入临床III期研究
北京诺禾致源科技股份有限公司	2016年11月17日	B轮融资，其管理的先进制造产业投资基金已完成对北京诺禾致源科技股份有限公司的投资，投资金额为2亿元人民币。	诺禾致源专注于开拓生物学、计算机科学和信息技术在动植物研究以及人类健康领域的应用。公司目前已建成亚太地区通量规模最大的基因测序中心

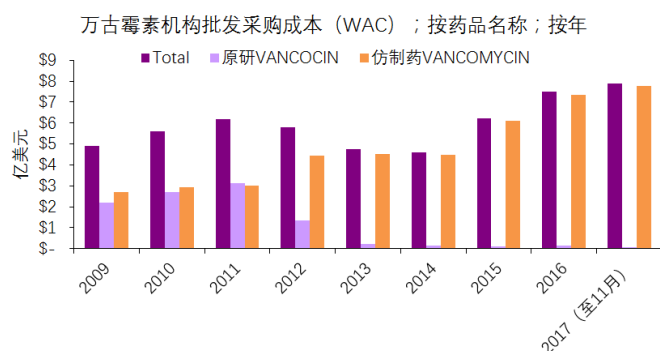
资料来源：国投创新官网，光大证券研究所整理

无菌喷雾干燥是在高真空下，高温瞬间干燥，减少原料药的分解，该技术主要用于替代冷冻干燥技术。冷冻干燥技术存在非连续化生产、批次耗时长、能耗高、产品易被污染、成本高、剂量小、成品率低等缺点。该平台具有连续化生产、成本低、能耗低、不易污染的优点，利用该平台可以生产大剂量产品。由于该平台为新型制剂技术，平台所生产针剂品种均可按505(b)(2)途径申报，与505(b)(1)途径申报的普通仿制药不同，有望拥有3-5年的市场专有权(market exclusivity)。

依托该喷雾干燥平台，公司的注射用盐酸万古霉素项目以505(b)(2)的法规途径进行新药申报(NDA)获得美国FDA的同意并接受申请，在近期接受FDA认证检查。

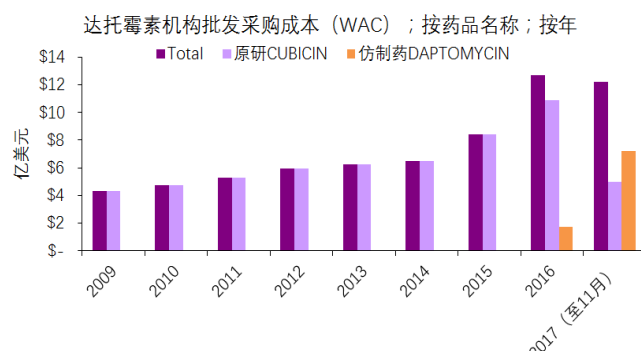
万古霉素注射剂市场供给较为紧缺，全美大约有5-6亿美金市场，公司若能通过FDA批准，公司拥有原料药优势所带来的协同效应，生产成本较低。同时公司制剂平台可生产大剂量规格产品，实现产品差异化，未来目标为20-30%的美国市场，远期有望1.5亿美金销售额。

图 57：注射用盐酸万古霉素美国市场规模（亿美元）



资料来源：Bloomberg

图 58：达托霉素美国市场规模（亿美元）



资料来源：Bloomberg

同样，2016年5月18日FDA同意公司按505(b)(2)新药申请(NDA)提交注射用达托霉素五个开发规格，公司目前处于准备材料阶段。

达托霉素是自链霉菌(S.reseosporus)发酵液中提取得到一种全新结构的环脂肽类抗生素，20世纪80年代由美国礼来公司发现，1997年由Cubist制药公司研发成功，2015年达托霉素全球市场销售额14.06亿美元，美国市场销售额12.59亿美元。公司未来目标为20-30%的美国市场，远期有望获得3.8亿美金销售额。

依托该制剂平台，结合公司在高端抗生素特有的原料药优势，后续品种将陆续进入申报，有望形成公司特色的高端制剂产品线，高端制剂出口业务成长可期。

3.5、保健品板块：结合原料优势和制造优势

国内保健品市场主要包括传统型保健品、现代型保健品、功能型保健品三大类。传统型保健品以传统中医药调理观念为指引，现代型保健品主要是安利、惠氏等国外产品，功能型保健品则主打抗氧化、增强免疫力、保护心脏、保护视力、预防癌症等身体功能需要而研制的产品。近年来，在媒体的宣传推动下，国民保健养生意识进一步增强，加上网上销售的便利性，促使了保健品行业的快速发展。目前，传统型保健品市场份额仍为最大，但是随着保健科普知识推广普及，年轻一代消费者的观念已经发生转变，功能型保健品市场成长速度最快，市场潜力巨大。

公司在保健品板块主要与其控股子公司上海维艾乐健康管理有限公司经营。公司销售渠道分线下和线上两种，线下通过与知名连锁药店合作，目前已入驻超过 25000 家药店终端；线上启动了淘宝、天猫旗舰店、京东专营店、浙江医药官方商城和“来益购”电商平台，销售保持平稳增长。

目前公司在营养品板块具有维生素 A、天然维生素 E、维生素 D3、叶黄素、辅酶 Q10 等众多产品，具有原料优势。同时公司在微胶囊等技术有着多年的积累，具有制造优势。近年来，受 GMP 认证、保健食品注册、广告法等相关法律法规的出台，填补保健品监管的空白，有利于引导大健康行业向规范、公平竞争的方向发展，有利于公司的长远发展。

公司在保健品板块主要推出了来益牌天然维生素 E、叶黄素咀嚼片和好心人牌辅酶 Q10 三个品种。来益牌天然维生素 E 软胶囊以天然维生素 E (d- α -醋酸生育酚) 为主要原料，具有良好的抗氧化保健功能。来益牌叶黄素咀嚼片是利用国际尖端的微胶囊纳米技术将脂溶性叶黄素成分变成水溶性叶黄素微粒，安全无毒副作用，生物利用度高。它可用于保护眼睛视力，缓解视疲劳，在护眼保健品领域占据了领先地位。好心人牌辅酶 Q10 主要原料为浙江医药采用发酵法生产，纯度高达 98% 以上，公司是全球三大辅酶 Q10 生产商之一，占全球市场份额的 20%。辅酶 Q10 具有增强免疫力、辅助线粒体在细胞内产生能量、强化心脏、降低高血压、防止皮肤老化等功能。

图 59：公司保健品产品



资料来源：维艾乐官网，光大证券研究所整理

2018 年 1 月，公司子公司创新生物获浙江省食品药品监督管理局颁发的食品生产许可证，认证车间位于昌海厂区，分别为年产 5 亿粒的软胶囊车间和年产 5 亿片的口服固体制剂车间，将有利于提高公司生产能力，进一步打开保健品市场空间。

结合公司营养品原料优势，未来公司仍将有新的产品推出，随着 GDP 增长、生活水平提高，消费者对健康追求的提高，保健品市场无疑将步入高速增长期，公司保健品板块基数虽小，但将维持较快增速，成为公司另一增长点。

4、小结：维生素弹性巨大，公司迎来成长拐点

4.1、短期维生素业绩弹性巨大

营养品板块短期受益于价格上涨，业绩弹性巨大。近期 BASF 柠檬醛装置火灾停产，供需关系改变，使得维生素 A 和维生素 E 出现连续上涨，从年度最低点计算，维生素 A 年度涨幅近 12 倍，维生素 E 年度涨幅近 3 倍，公司维生素供不应求，业绩弹性巨大。

公司拥有维生素 E 粉年产能约 30000 吨，假设成本不变的前提下，价格每提高 10 元/千克，增厚毛利润 1.71 亿元。维生素 VA 粉产能 5000 吨，假设成本不变的前提下，价格每提高 10 元/千克，增厚毛利润 3632 万元。维生素 D3 产能 1500 吨，假设成本不变的前提下，价格每提高 100 元/千克，增厚毛利润 10897 万元。

4.2、公司迎来成长拐点

营养品板块处于中长期拐点。一方面公司维生素 A 和维生素 D3 新产能投产，给公司的维生素板块带来新的增量；另一方面，从维生素结构来看，随着维生素 A 和维生素 D3 等新产能投产，改变公司维生素结构上依靠维生素 E 系列品种，结构更为均衡。未来公司业绩将不会受单一产品市场变动过大影响，风险将得到分散。

医药板块处于中长期拐点。公司由原料药向创新药、高端医药制剂的产业转型升级。

原料药方面，公司依托数十年在发酵以及提纯技术方面的积累，结合自身在合成技术的优势，打造具有特色的原料药产品线，高端抗生素品种齐全，为高端制剂平台提供源源不断的“弹药”。

创新药方面，苹果酸奈诺沙星注射液有望 2018 年中期获批，未来有望达到年销售量 10 亿级规模。抗 HER2-ADC 药物临床一期实验进展良好，抗肿瘤药物增效剂 XCCS605B 也已进入临床实验，公司创新药具有自身特色，注重自身研发的同时，也积极与其他厂商合作开发，未来有望贡献巨额利润。

制剂出口方面，高端的 505(b)(2)制剂出口平台，即将迎来收获。公司的新型制剂平台——无菌喷雾干燥制剂平台已经建成，处于国际领先水平，并于 2017 年 1 月 10-12 日成功接受了美国 FDA 首次在亚洲进行的运行前访问

(Pre-operational Visit, POV)。该平台具有连续化生产、成本低、能耗低、不易污染的优点，利用该平台可以生产大剂量产品。依托该喷雾干燥平台，公司注射用盐酸万古霉素项目申报 NDA，近期接受 FDA 认证检查，达托霉素也有望在 2018 年申报，依托该制剂平台，公司未来还将有后续品种逐渐进入申报阶段，公司制剂出口产品具备原料药优势，属于紧缺品种，有望迅速进入市场，给公司带来巨大利润。

5、盈利预测

5.1、关键假设和分项收入预测

- (4) 假设 2017 年公司维生素产品的销量与 2016 年相比无较大波动，各产品价格主要依据对市场报价的合理预测，并根据市场实际情况对报价以合理的系数调整为公司销售价格。假设左氧氟沙星系列销售额增长 3%，盐酸万古霉素（原料药+国内制剂）为 2016 年的 90%，替考拉宁系列收入同比增速为 5%，米格列醇收入同比增速为 50%，苹果酸奈诺沙星营业收入为 500 万元，医药商业收入同比增速为 5%；
- (5) 假设 2018 年公司维生素 E 销量同比增长 1000 吨，维生素 A 同比增长 700 吨，维生素 D3 同比增长 300 吨，其余维生素产品与 2017 年相比无较大波动，各产品价格主要依据对市场报价的合理预测，并根据市场实际情况对报价以合理的系数调整为公司销售价格。假设左氧氟沙星系列收入同比增速 3%，盐酸万古霉素（原料药+国内制剂）收入同比增速为 10%，替考拉宁系列收入同比增速为 5%，米格列醇收入同比增速为 50%，达托霉素原料药收入为 1.6 亿元，苹果酸奈诺沙星收入同比增速为 300%，制剂出口（盐酸万古霉素）收入为 5000 万元，医药商业收入同比增速为 5%；
- (6) 假设 2019 年公司维生素 A 同比增长 700 吨，维生素 D3 同比增长 100 吨，其余维生素产品与 2017 年相比无较大波动，各产品价格主要依据对市场报价的合理预测，并根据市场实际情况对报价以合理的系数调整为公司销售价格。假设左氧氟沙星系列收入同比增长 3%，盐酸万古霉素（原料药+国内制剂）收入同比增长 5%，替考拉宁系列收入同比增长 5%，米格列醇收入同比增长 40%，达托霉素原料药收入同比增长 12.5%，苹果酸奈诺沙星收入同比增长 200%，制剂出口（盐酸万古霉素）收入同比增长 700%，医药商业收入同比增速为 5%；

表 10：2017-2019 营业收入及成本预测

年份	2017E	2018E	2019E
主要产品营业收入（百万元）			
合成维生素 E	1379.00	1584.00	1404.00
维生素 A	405.33	1459.92	896.00
维生素 D3	54.00	192.00	189.00
生物素	160.23	163.80	175.50
左氧氟沙星系列	332.96	342.95	353.23
盐酸万古霉素（原料药+国内制剂）	224.33	271.44	285.01
替考拉宁系列	111.76	117.35	123.22
米格列醇	34.50	51.75	72.45

达托霉素（原料药）		160.00	180.00
苹果酸奈诺沙星	5.00	20.00	60.00
制剂出口（盐酸万古霉素）		50.00	400.00
制剂出口（达托霉素）			100.00
医药商业	2016.15	2116.95	2222.80
营业收入增速			
合成维生素 E	-10.29%	14.87%	-11.36%
维生素 A	26.33%	260.18%	-38.63%
维生素 D3	103.39%	255.56%	-1.56%
生物素	34.68%	2.23%	7.14%
左氧氟沙星系列	3.00%	3.00%	3.00%
盐酸万古霉素（原料药+国内制剂）	-9.09%	21.00%	5.00%
替考拉宁系列	5.00%	5.00%	5.00%
米格列醇	50.00%	50.00%	40.00%
达托霉素（原料药）			12.50%
苹果酸奈诺沙星		300.00%	200.00%
制剂出口（盐酸万古霉素）			700.00%
医药商业	5.00%	5.00%	5.00%
总营业成本（百万元）			
营业成本	3956.37	4311.22	4670.93
总毛利润（百万元）			
总毛利润	1346.45	2888.10	2455.80
总毛利率			
总毛利率	25.39%	40.12%	34.46%

资料来源：光大证券研究所

5.2、盈利预测

基于以上假设，我们预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 53.17/72.19/71.46 亿元；净利润分别为 3.81/12.86/10.31 亿元；每股收益分别为 0.39/1.33/1.07 元，对应当前股价 PE 分别为 36/11/13 倍。

6、估值水平与投资评级

6.1、相对估值

浙江医药业务收入主要由生命营养品（维生素）和医药制造类构成，在 A 股按照业务相似性选择新和成（维生素）、冠福股份（维生素）、金达威（维生素）、花园生物（维生素）、恒瑞药业（创新药+出口制剂）、贝达药业（创新药）、华海药业（出口制剂）作为可比公司。

公司双主业按照分部估值，按照公司的毛利润与净利润比例测算，公司 2018 年营养品板块净利润约 9.54 亿，参照可比公司相对估值，同时考虑维生素行业处于周期高位，给予公司营养品板块 2018 年 11 倍 PE，营养品板块市值为 105 亿。

按照公司的毛利润与净利润比例测算，公司 2018 年医药制造板块净利润约 2.83 亿，参照可比公司相对估值，并考虑公司医药制造业务的高成长性，给予公司医药制造板块 2018 年 35 倍 PE，医药制造板块市值为 99 亿。

公司整体估值为 204 亿元，对应股价合理估值为 21.12 元，

表 11：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价 (元)		EPS (元)				PE				PE	PB	市值
	18-02-09	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	TTM	LF	亿元	
新和成	35.65	1.10	1.29	2.47	2.53	32	28	14	14	35.81	3.42	450.6	
冠福股份	4.60	0.11	0.12	0.43	0.56	42	38	11	8	45.58	2.34	121.2	
金达威	17.00	0.51	0.67	1.04	1.18	33	26	16	14	30.42	4.64	104.8	
花园生物	41.85	0.24	1.12	2.04	1.96	174	37	21	21	66.69	6.40	80.2	
营养品平均						94	43	21	19	59.50	5.60		
恒瑞医药	67.56	1.10	1.11	1.35	1.67	61	61	50	41	64.04	12.80	1,913.7	
贝达药业	53.40	1.01	0.73	0.96	1.20	53	73	56	45	81.15	10.44	214.1	
华海药业	25.40	0.49	0.59	0.72	0.91	52	43	35	28	41.81	5.43	264.8	
医药平均						55	59	47	38	62.34	9.56		
浙江医药	14.20	0.48	0.39	1.33	1.07	30	36	11	13	77.69	1.96	137.1	

资料来源：可比公司数据源自 wind 一致预期，浙江医药数据源自光大证券研究所预测

6.2、绝对估值

关于基本假设的几点说明：

1. 长期增长率：公司所处医药行业，公司仍有较大发展空间，假设 2022 年增长率为 11%，逐年递减 1%；
2. β 值选取：采用申万二级行业分类-化学制药 β 作为公司无杠杆 β 的近似；
3. 税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为 18.00%。

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 R_f	3.43%
β (levered)	0.67
$R_m - R_f$	7.43%
K_e (levered)	8.40%
税率	18.00%
K_d	5.54%
V_e	14,798.4
V_d	479.9
目标资本结构	3.14%
WACC	8.31%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	3,527.84	16.57%
第二阶段	6,595.13	30.98%
第三阶段 (终值)	11,168.69	52.46%
企业价值 AEV	21,291.66	100.00%
加：非经营性净资产价值	1,012.50	4.76%
减：少数股东权益 (市值)	1,215.25	-5.71%
减：债务价值	479.94	-2.25%

总股本价值	20,608.97	96.79%
股本（百万股）	962.85	-
每股价值（元）	21.40	-
PE（隐含）	54.10	-
PE（动态）	38.02	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
7.31%	23.26	24.43	25.82	27.51	29.58
7.81%	21.36	22.31	23.42	24.75	26.35
8.31%	19.72	20.50	21.40	22.46	23.72
8.81%	18.30	18.94	19.69	20.55	21.55
9.31%	17.05	17.59	18.20	18.91	19.73

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	21	17 — 30	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	17	13 — 24	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	21	17 — 29	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	18	16 — 23	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

通过 FCFF、FCFE、APV、AE 等绝对估值法计算，估值结果介于 17-21 元之间。

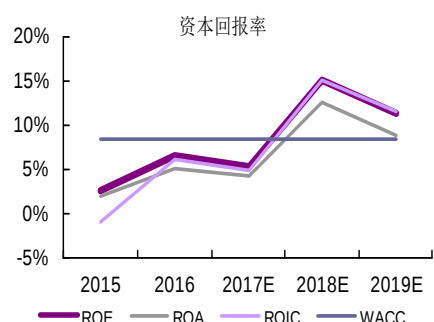
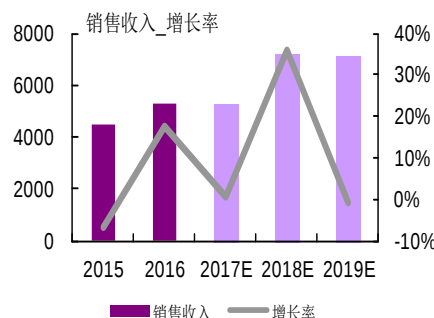
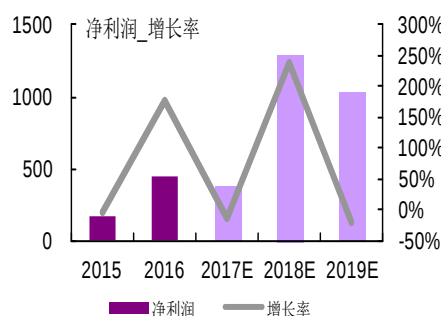
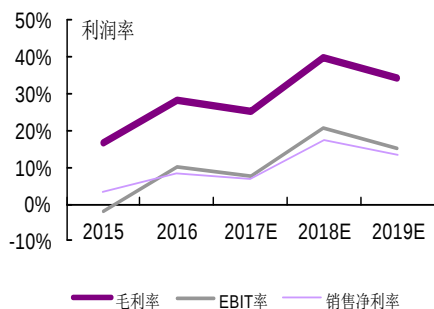
6.3、估值结论与投资评级

结合相对估值和绝对估值结果，给予浙江医药整体估值 204 亿元，对应目标价 21.12 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

7、风险分析

- (1) 公司目前营养品板块主要为维生素品种，在主营收入中占比大，如果维生素价格出现下跌，主营收入下降，公司利润收窄；
- (2) 公司在维生素行业耕耘多年，若维生素新技术出现，具有成本优势，导致行业格局发生变化，公司维生素业务面临市场份额萎缩，价格下跌，收入下降，公司利润收窄；
- (3) 苹果酸奈诺沙星受制于仅有口服剂型获批，注射液获批将对产品放量至关重要，如果审批受阻，将影响公司创新药业务增长；
- (4) 公司无菌喷雾干燥制剂平台，需要获得 FDA 批准，方可进入美国市场，若审批受阻，将影响公司制剂出口业务增长；
- (5) 公司生产原料如异丁烯、乙炔、胺类以及酯类等化工品价格大涨，公司成本上升，利润收窄；

- (6) 公司生产主要属于化工生产过程,若有安全生产问题,对公司的正常运营以及利润均有较大影响。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,497	5,279	5,317	7,219	7,146
营业成本	3,744	3,782	3,967	4,323	4,684
折旧和摊销	295	339	428	465	491
营业税费	18	37	58	79	79
销售费用	218	234	372	505	500
管理费用	467	538	596	809	800
财务费用	-22	-22	-27	-41	-56
公允价值变动损益	-1	1	0	0	0
投资收益	235	2	1	1	1
营业利润	179	553	446	1,533	1,141
利润总额	193	540	458	1,553	1,169
少数股东损益	-4	-6	-6	-12	-73
归属母公司净利润	161.80	450.10	381.16	1,285.59	1,030.99

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	8,249	8,814	8,859	10,156	10,861
流动资产	3,397	3,845	4,135	5,597	6,543
货币资金	1,164	1,317	1,584	2,417	3,332
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	916	1,012	1,032	1,400	1,386
应收票据	91	139	122	217	164
其他应收款	138	184	160	217	214
存货	860	1,028	1,071	1,167	1,265
可供出售投资	332	283	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	9	10	10	10	10
固定资产	3,134	3,526	3,677	3,609	3,451
无形资产	409	425	404	383	364
总负债	1,634	1,822	1,426	1,562	1,691
无息负债	1,264	1,384	1,291	1,427	1,556
有息负债	370	439	135	135	135
股东权益	6,615	6,992	7,432	8,593	9,170
股本	936	963	966	966	966
公积金	1,846	2,118	2,131	2,131	2,131
未分配利润	3,549	3,861	4,103	5,276	5,925
少数股东权益	20	14	8	-5	-77

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	107	336	690	1,204	1,490
净利润	162	450	381	1,286	1,031
折旧摊销	295	339	428	465	491
净营运资金增加	-17	355	86	968	-116
其他	-333	-808	-206	-1,514	83
投资活动产生现金流	-445	-399	-212	-299	-249
净资本支出	-721	-376	-500	-300	-250
长期投资变化	9	10	0	0	0
其他资产变化	266	-32	288	1	1
融资活动现金流	191	191	-211	-72	-326
股本变化	0	27	3	0	0
债务净变化	270	69	-304	0	0
无息负债变化	56	120	-93	136	129
净现金流	-115	163	267	833	915

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-6.95%	17.40%	0.72%	35.76%	-1.01%
净利润增长率	-4.68%	178.18%	-15.32%	237.28%	-19.80%
EBITDA/EBITDA 增长率	-59.53%	298.48%	-2.34%	131.23%	-19.48%
EBIT/EBIT 增长率	-128.44%	-783.41%	-20.81%	257.11%	-27.33%
估值指标					
PE	85	30	36	11	13
PB	2	2	2	2	1
EV/EBITDA	61	16	16	7	8
EV/EBIT	-173	26	33	9	11
EV/NOPLAT	-210	32	40	11	14
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	16.75%	28.37%	25.39%	40.12%	34.46%
EBITDA 率	4.83%	16.41%	15.91%	27.09%	22.04%
EBIT 率	-1.72%	9.99%	7.85%	20.66%	15.17%
税前净利润率	4.29%	10.23%	8.60%	21.51%	16.36%
税后净利润率 (归属母公司)	3.60%	8.53%	7.17%	17.81%	14.43%
ROA	1.92%	5.04%	4.24%	12.54%	8.82%
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.45%	6.45%	5.13%	14.95%	11.15%
经营性 ROIC	-0.96%	6.08%	4.69%	15.09%	11.47%
偿债能力					
流动比率	2.26	2.42	3.35	4.08	4.36
速动比率	1.69	1.77	2.48	3.23	3.52
归属母公司权益/有息债务	17.83	15.91	54.97	63.66	68.46
有形资产/有息债务	21.12	19.02	62.51	72.26	77.62
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.17	0.47	0.39	1.33	1.07
每股红利	0.05	0.14	0.12	0.40	0.30
每股经营现金流	0.11	0.35	0.71	1.25	1.54
每股自由现金流(FCFF)	-0.36	0.21	0.09	0.45	1.29
每股净资产	6.83	7.22	7.69	8.90	9.57
每股销售收入	4.65	5.46	5.50	7.47	7.40

资料来源：光大证券、上市公司

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
北京	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
深圳	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
金融同业与战略客户	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
私募业务部	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijia@ebscn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com